

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO**

Samir Camargo Bobadra

**Análise dos Aspectos de Riscos Corporativos Divulgados  
por Empresas Brasileiras**

**Porto Alegre  
2012**

Samir Camargo Bobadra

## **Análise dos Aspectos de Riscos Corporativos Divulgados por Empresas Brasileiras**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Ms. Roberto Lamb

**Porto Alegre**

**2012**

Samir Camargo Bobadra

## Análise dos Aspectos de Riscos Corporativos Divulgados por Empresas Brasileiras

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Conceito Final:.....

Aprovado em .....de.....de.....

### **BANCA EXAMINADORA**

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>.....

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

---

Orientador: Prof. Ms. Roberto Lamb

Instituição: Universidade Federal do Rio Grande do Sul

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço à minha mãe Iolanda por ter me educado, realizando com maestria o papel de um chefe de família, sem esquecer por um minuto de dedicar o amor, carinho e zelo que um filho precisa receber de sua mãe.

Ao meu pai Samir, agradeço por me ensinar desde cedo o valor do trabalho e a importância de o homem atingir os seus êxitos a partir do seu próprio suor.

Agradeço ao meu professor orientador Roberto Lamb pela sua valiosa ajuda na delimitação adequada do escopo desse estudo e pelas suas atentas revisões e sugestões realizadas sob a ótica de um profissional que possui um domínio invejável sobre o assunto Risco.

Agradeço à minha namorada Nicole, por toda a sua paciência e tolerância durante o tempo que dediquei a este trabalho.

Aos amigos e familiares agradeço o apoio e a compreensão pela minha presença inconstante no período em que realizei este estudo.

## 危險

*“O Ideograma chinês para o termo “risco” é uma combinação do termo “perigo” (crise) e “oportunidade”, e representa tanto o lado dos riscos de perda quanto o lado dos riscos com oportunidades, numa distribuição de resultados.”*

(Aswath Damodaran)

## RESUMO

Este estudo consiste na análise dos aspectos de riscos divulgados por companhias que possuem ações negociadas na BM&F BOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo) e na comparação desses fatores com o Modelo de Gestão de Riscos Empresariais divulgado pelo COSO (*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*). Para realizar a análise dos aspectos de riscos divulgados pelas companhias pesquisou-se de forma detalhada os Formulários de Referência – relatório anual publicado pelas companhias, que dispõe informações relevantes aos investidores acerca do negócio – das 10 empresas do setor de consumo cíclico que somaram em 2011 uma receita líquida total na ordem de R\$ 70,6 bilhões, sendo responsáveis por mais de 70% da receita total das empresas do setor de consumo cíclico listadas na BM&F BOVESPA. Para alcançar-se os objetivos desse trabalho foi utilizado o método qualitativo de pesquisa exploratória com a estratégia de pesquisa de estudo de caso múltiplo. Conclui-se com a realização desse trabalho que, ao menos em seus Formulários de Referências, as companhias não demonstram observar as recomendações de boas práticas de gestão de riscos desenvolvidas pelo COSO ou mesmo por qualquer outra instituição. Nesse sentido tal relatório anual constitui-se principalmente em um documento elaborado para o atendimento a uma norma determinada pela CVM, sem de fato retratar políticas ou modelos de gerenciamento de riscos adotados pelas companhias.

Palavras-chave: riscos corporativos, COSO, Formulários de Referência, BM&F Bovespa, setor de consumo cíclico.

## **ABSTRACT**

This study is an analysis about the risk aspects mentioned by companies which trade their stocks in BM&F BOVESPA and a comparison of these factors with the Enterprise Risk Management Framework suggested by COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission). Intending to analyze the risk aspects published, a detailed search was made on the “Formulários de Referência” – annual report published by enterprises that provide important information to investor about the business – of 10 companies. These companies are part of the consumer discretionary sector and together achieved a net revenue amount of R\$ 70,6 billion. In order to achieve the aims of this study, was used a qualitative method of exploratory search, with the strategy of multiple study case. By performing this search was possible to conclude that companies do not seem to look to the good practices recommendations of risk management developed by COSO – at least from the analyses of the “Formulários de Referência”. In this sense, the “Formulários de Referência” mainly represents a document developed to attend a specified CVM rule, but do not reflect policies or risk enterprise management frameworks effectively used by companies.

Keywords: enterprise risks, COSO, “Formulários de Referência”, BM&F Bovespa, consumer discretionary sector.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Representação da Relação dos Objetivos e Componentes da Gestão de Riscos Empresariais.....	38
Gráfico 1 – Receita Líquida em 2011 das 10 empresas analisadas.....	45
Quadro 1 – Matriz Tipos de Riscos x Empresas Analisadas.....	50
Quadro 2 – Matriz Políticas de Gerenciamento de Riscos x Empresas Analisadas..	55



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Receita Líquida das empresas do setor de consumo cíclico listadas na Bovespa .....	42
Tabela 2 – Informações relevantes das 10 empresas analisadas.....	46
Tabela 3 – Tipos de riscos apontados pelas empresas analisadas.....	48
Tabela 4 – Natureza dos tipos de riscos divulgados pelas empresas analisadas.....	51
Tabela 5 – Interpretação dos fatores de risco pelas empresas analisadas .....	52
Tabela 6 – Levantamento das empresas com estrutura organizacional formal de gestão de riscos .....	56

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

COSO – Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission

ERM – Enterprise Risk Management

BM&F BOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

SEC – Securities Exchange Commission

SOX – Lei Sarbanes-Oxley

DRE – Demonstração do Resultado do Exercício

ON – Ordinárias Nominativas

BDR – Brazilian Depositary Receipts

IIA – Instituto Internacional de Auditores Internos

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>12</b>
1.1	DEFINIÇÃO DO TEMA DE ESTUDO.....	13
1.2	JUSTIFICATIVA DO TEMA.....	15
1.3	OBJETIVOS .....	16
<b>1.3.1</b>	<b>Objetivo Geral</b> .....	<b>16</b>
<b>1.3.2</b>	<b>Objetivos Específicos</b> .....	<b>16</b>
<b>2</b>	<b>O RISCO</b> .....	<b>17</b>
2.1	PRINCIPAIS CATEGORIAS DE RISCOS.....	19
<b>2.1.1</b>	<b>Risco de Mercado</b> .....	<b>19</b>
<b>2.1.2</b>	<b>Risco de Crédito</b> .....	<b>22</b>
<b>2.1.3</b>	<b>Risco Operacional</b> .....	<b>26</b>
<b>2.1.4</b>	<b>Risco Legal</b> .....	<b>28</b>
2.2	GESTÃO DE RISCOS EMPRESARIAIS.....	29
2.3	MODELO DE GESTÃO DE RISCOS EMPRESARIAIS .....	32
<b>2.3.1</b>	<b>Objetivos da Gestão de Riscos Empresariais</b> .....	<b>36</b>
<b>2.3.2</b>	<b>Componentes da Gestão de Riscos Empresariais</b> .....	<b>37</b>
<b>2.3.3</b>	<b>Relação Objetivos X Componentes dos Riscos Empresariais</b> .....	<b>39</b>
<b>3</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>41</b>
3.1	MÉTODO E ESTRATÉGIA DE PESQUISA .....	41
3.2	POPULAÇÃO ALVO E AMOSTRAGEM .....	42
3.3	COLETA E ANÁLISE DE DADOS.....	44
<b>4</b>	<b>ANÁLISE DOS DADOS</b> .....	<b>46</b>
4.1	APRESENTAÇÃO DAS EMPRESAS ANALISADAS .....	46
4.2	ANÁLISE DOS ASPECTOS DE RISCOS APRESENTADOS.....	48
<b>4.2.1</b>	<b>Tipos de Riscos Apontados</b> .....	<b>48</b>
<b>4.2.2</b>	<b>Natureza dos Aspectos de Risco</b> .....	<b>52</b>
<b>4.2.3</b>	<b>Interpretação dos Aspectos de Riscos</b> .....	<b>53</b>
<b>4.2.4</b>	<b>Políticas de Gerenciamento de Riscos</b> .....	<b>55</b>
<b>4.2.5</b>	<b>Estrutura Organizacional de Gestão de Riscos</b> .....	<b>56</b>
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>58</b>
5.1	CONCLUSÕES SOBRE O ESTUDO .....	58

5.2	SUGESTÕES PARA TRABALHOS FUTUROS .....	60
5.3	RECOMENDAÇÃO PARA ENTIDADES REGULADORAS .....	60
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>61</b>
	<b>ANEXO A – RISCO NO AMBIENTE JURÍDICO TRIBUTÁRIO.....</b>	<b>64</b>
	<b>ANEXO B – FATORES DE RISCO APRESENTADOS PELAS COMPANHIAS</b>	
	<b>ANALISADAS .....</b>	<b>67</b>

## 1 INTRODUÇÃO

As recentes crises observadas nos mercados financeiros mundiais, que rapidamente acabaram transferindo suas graves consequências para a economia real, obrigaram as instituições a desenvolver ferramentas para auxiliar na identificação e resposta a eventos potenciais capazes de corroer o valor das organizações ou afetar a capacidade de geração de valor das mesmas. Nesse sentido, o COSO (*The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*), instituição sem fins lucrativos, formada a partir de uma iniciativa conjunta de cinco organizações do setor privado dos Estados Unidos e que tem como objetivo prover competências gerenciais através do desenvolvimento de guias que auxiliem as empresas nos desafios de gerenciamento de riscos empresariais, controles internos e prevenções á fraudes; desenvolveu o **Enterprise Risk Management Framework** (Modelo de Gestão de Riscos Empresariais). O ERM foi elaborado com a finalidade de auxiliar as diversas organizações no desenvolvimento de uma política de gestão de riscos coerente e capaz de oferecer às empresas condições de atuar em ambientes de incerteza gerando valor ao seu público de interesse.

O estudo do risco, na forma como o conhecemos nos dias de hoje, somente começou a ser desenvolvido a partir do Movimento Renascentista ocorrido na Europa no final do século XIV. Durante esse período o homem foi capaz de se desvincular das crenças infundadas que preponderaram durante toda a Idade Antiga e grande parte da Idade Média e lançar olhos aos aspectos práticos da vida a partir de uma concepção mais crítica e racional. Até então, a humanidade acreditava que eventos futuros e os possíveis impactos desses eventos estariam fora do controle do homem, sendo eles previamente determinados pela força divina. Ao homem, caberia apenas esperar e aceitar o destino na forma como ele se apresentasse, não sendo possível prever, analisar ou medir a possibilidade de ocorrência de um evento futuro e as possíveis consequências (BERNSTEIN, 1997).

Definitivamente, a quebra de paradigmas em relação a abordagem irracional dos aspectos da vida humana foi sem dúvida o ingrediente principal para o surgimento do estudo do risco. Entretanto, a análise quantitativa do risco só foi possível graças à disseminação do sistema numérico indo-arábico, apresentado ao

continente Europeu por Fibonacci por volta de 1300. A utilização do novo sistema possibilitou a realização de cálculos aritméticos muito mais complexos do que quaisquer outros desenvolvidos até aquela época. O sistema numérico romano, vigente na Europa até então, era utilizado apenas para fins de registros dos cálculos que eram efetivamente realizados a partir de uma ferramenta bastante arcaica, o ábaco. O primeiro ensaio sobre cálculos de probabilidade em relação à ocorrência de eventos futuros ocorreu com a análise matemática dos jogos de azar em meados de 1500. Verificando-se a possibilidade de se obter um determinado resultado no jogo de dados a partir de uma quantidade especificada de jogadas, foi possível lançar as bases para o estudo da probabilidade e a análise quantitativa dos riscos (BERNSTEIN, 1997).

Muito tempo se passou desde os cálculos primários realizados nas mesas de jogos até os dias de hoje e desde então o estudo do risco se sofisticou passando a ser utilizados nos mais diversos aspectos da vida do homem, inclusive no mundo dos negócios. Hoje em dia a atividade de gestão de riscos é considerada de extrema importância dentro das empresas, pois permite avaliar a possibilidade de eventos futuros afetarem negativamente os resultados da empresa, sendo capaz de propor de maneira antecipada decisões em relação a um fato iminente de acordo com o nível de apetite ao risco da organização.

## 1.1 DEFINIÇÃO DO TEMA DE ESTUDO

Entendendo a importância do estabelecimento de uma política de gestão de riscos alinhada com a estratégia da organização, visando um equilíbrio ótimo entre os objetivos de crescimento e retorno, esse trabalho se propõe a comparar as orientações e direcionamentos sugeridos pelo Modelo de Gestão de Riscos Corporativos desenvolvido pelo COSO com as políticas de gestão de riscos utilizadas pelas empresas brasileiras. Anualmente, as empresas que possuem ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&F Bovespa) são exigidas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários) a disponibilizar ao mercado um relatório que traz de maneira consolidada informações referentes aos fatores de riscos relacionados às atividades da organização, assim como outras informações a respeito da estrutura de controles adotada, dados econômico-financeiros, descrição

da composição da remuneração dos administradores, entre outras. Esse documento, chamado de **Formulário de Referência**, instituído pela Instrução CVM 480, de 7/12/2009, (disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>) é o principal informe de prestação de contas da companhia para com os seus diversos públicos de interesse e tem como objetivo contribuir para a adoção de práticas saudáveis e transparentes que fortaleçam a confiabilidade nas empresas e no mercado.

A partir da comparação das recomendações do COSO com as informações constantes nos Formulários de Referência submetidos pelas empresas anualmente à CVM, este trabalho, procura verificar se as políticas de gestão de riscos adotadas pelas empresas brasileiras estão de acordo com as melhores práticas de gestão de riscos empresariais sugerida por organizações internacionais vistas como referência sobre esse tema.

Primeiramente, optou-se nesse trabalho por realizar a análise da política de gestão de riscos das empresas pertencente ao setor de consumo cíclico – setor relacionado com bens não essenciais cujo desempenho tem maior correlação com a evolução da economia – visto que a companhia onde o autor desenvolve sua atividade profissional corresponde a uma indústria desse mesmo setor da economia. Outro aspecto levado em consideração na definição das companhias analisadas foi a conveniência prática e metodológica, já que seria humanamente impossível ler e analisar os Formulários de Referência das aproximadamente 500 companhias que possuem suas ações negociadas na BM&F. Não obstante, entendendo-se que essa gama de empresas possui seus negócios mais sensíveis às mudanças dos cenários macroeconômicos, inferiu-se que o desenvolvimento acurado de uma política de gestão de riscos eficiente é imprescindível para tais companhias alcançarem seus objetivos ao longo do tempo.

Apesar da justificativa em relação à delimitação do universo de companhias que foram analisadas sob o ponto de vista de suas políticas de gestão de riscos, ressaltamos que esse trabalho procurou auxiliar no desenvolvimento de uma política de gestão de riscos empresarial que seja aplicável a outros perfis de organizações, sem qualquer limitação quanto a porte, setor, segmento ou tipo de atividade. Pois o estabelecimento de um modelo de gestão de riscos eficaz e coerente com a estratégia da empresa, capaz de determinar o nível de apetite ao risco dessa

instituição é fundamental para aperfeiçoar as decisões das empresas em relação aos eventos de risco, possibilitando as mesmas reduzir as surpresas relacionadas a esses eventos, adaptando-se de maneira mais ágil e até mesmo aproveitando as oportunidades advindas.

## 1.2 JUSTIFICATIVA DO TEMA

O presente estudo buscou analisar as políticas de gestão de riscos efetuadas pelas empresas brasileiras do setor de consumo cíclico da economia e verificar se as mesmas estavam de acordo com as melhores práticas de gestão de riscos empresariais proposta pelo COSO, organização que figura como referência sobre esse tema.

O estudo do risco tem se mostrado uma ferramenta importante para o auxílio dos gestores em suas decisões empresariais. Dessa forma, o estabelecimento de uma política de gestão de riscos adequada colabora para que os conselhos de administração das empresas e os seus executivos identifiquem eventos que possam afetar as companhias, permitindo que respostas adequadas sejam efetuadas para garantir o atingimento dos objetivos.

O autor desse trabalho atua na área tributária de uma companhia manufatureira de grande porte do setor de consumo cíclico, e suas atividades diárias normalmente envolvem orientações a respeito de decisões perante situações de riscos, normalmente de ordem operacional e legal. Nesse sentido, o estudo das boas práticas de gestão de riscos corporativos assim como de modelos de gestão de riscos adotados por companhias brasileiras do mesmo setor é extremamente importante para capacitar o autor, permitindo que decisões perante diversos cenários de riscos sejam adequadas e alinhadas com objetivos da companhia e com o seu apetite ao risco.



## 1.3 OBJETIVOS

### 1.3.1 Objetivo Geral

Comparar os riscos identificados e divulgados por empresas brasileiras do setor de consumo cíclico com a estrutura da política de gestão de riscos recomendados pelo Modelo de Gestão de Riscos Corporativos recomendado pelo COSO, entendido como um referencial para melhores práticas de gestão de riscos empresariais.

### 1.3.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos consistem nas etapas a serem cumpridas para se alcançar o objetivo geral. Este estudo propõe os seguintes objetivos.

- Verificar se as políticas de gestão de riscos divulgadas por empresas brasileiras do setor de consumo fazem referências aos seus próprios objetivos, demonstrando assim que suas políticas de gestão de riscos estão alinhadas com a estratégia da empresa e com o seu nível de apetite ao risco.

- Identificar como as companhias analisadas apresentam a sua interpretação dos eventos potenciais que podem de alguma forma impactar o alcance de seus objetivos.

- Identificar se as empresas analisadas relatam possuir alguma estrutura organizacional formal responsável por analisar e gerenciar os riscos relacionados aos seus negócios.

## 2 O RISCO

A palavra “risco” deriva do italiano antigo “*riscare*” e seu significado original remete a ideia de adotar uma ação “ousada”, estabelecendo assim uma ideia de arbítrio, de escolha e não de destino (BERNSTEIN, 1997). De maneira geral, os agentes econômicos, que englobam desde os simples consumidores individuais até os grandes conglomerados empresariais, são estimulados a maximizar o valor de suas opções através de decisões que normalmente implicam em assumir riscos. Sendo assim, entende-se que assumir riscos trata-se de uma opção e os agentes econômicos tem a plena condição de avaliar e medir todas as consequências de suas decisões antes de realizá-las.

O risco está sem dúvida presente na maior parte dos aspectos da vida humana. De fato, o dito popular “viver é correr riscos” é uma verdade absoluta, visto que até no desempenho de nossas singelas atividades diárias como deslocar-se ao trabalho, realizar uma atividade física, ou participar de uma partida qualquer de um determinado “jogo de azar” com os amigos, ficamos expostos a um certo nível de risco. Isso ocorre porque até durante a realização dessas simples atividades, fatos imprevistos e indesejados podem vir a ocorrer, reduzindo assim o valor inerente a tais atividades. Apesar de grande parte dos riscos que enfrentamos ser de natureza involuntária, muitas vezes corremos riscos por opção própria. Este é o caso quando alguém opta por participar de algum tipo de jogos de azar ou quando um amante de esportes radicais decide pular de *bungeejump*, por exemplo. A partir desses exemplos podemos considerar que o ser humano atribui certo valor às decisões que envolvam riscos (DAMODARAM, 2009).

Durante grande parte da história da civilização, o homem viveu o dilema de “assumir riscos para sobreviver ou evitá-los e perecer”. O homem pré-histórico era diariamente envolvido na decisão entre: deixar a segurança da caverna em busca de alimento, submetendo-se às ameaças do mundo selvagem ou evitar aquele ambiente hostil, mantendo-se protegido dentro de seu domicílio, mas em contra partida conformar-se com a falta de alimentos e recursos que brevemente o levariam a morte. Nessa época, a assunção de riscos físicos em troca da recompensa material era um elemento chave para a sobrevivência. Dos avanços da humanidade, praticamente todos ocorreram por que em algum momento da história, uma pessoa,

de forma visionária, se propôs a desafiar o estado presente das coisas. O tempo das Grandes Navegações, entre os Séculos XIII e XIV, também trouxe novos horizontes para exploração do risco pelo homem. Pois a temeridade de explorar mares desconhecidos e o risco dos naufrágios era recompensada pelo lucrativo comércio das especiarias que eram trazidas do novo mundo caso os navios conseguissem concluir a viagem de volta. A partir de tais passagens da história, é correto afirmar que o processo de assunção de riscos em busca da recompensa desejada é o elemento propulsor que estimula o ser humano a enfrentar desafios em troca de um determinado prêmio, sendo assim o motor do progresso (DAMODARAM, 2009).

Conforme Bernstein (1997) O primeiro grande passo para o estudo quantitativo do risco ocorreu por volta do século XII quando o sistema de numeração indo-arábico foi apresentado ao continente europeu. Entretanto somente após o renascimento e com a quebra de paradigmas milenares é que os seres humanos libertaram-se de superstições e de crenças consagradas que impediam o avanço em direção à análise de como os eventos futuros poderiam impactar suas vidas. Em meados de 1700, uma passagem de um célebre francês que colaborou imensamente para o desenvolvimento do estudo quantitativo do risco, Blaise Pascal, retratou a primeira vez em que um ser humano utilizou-se de um método racional de análise de riscos para tomar decisão em relação a um aspecto essencial da vida humana. Durante a ocasião, Pascal vivia entre um intrigante dilema: dedicar-se ao estudo da aritmética enquanto desfrutava dos prazeres proporcionados pelos jogos de azar e pela companhia de belas mulheres que circundavam as mesas de jogos ou seguir uma doutrina alinhada com a orientação divina, que através das passagens bíblicas e os mandamentos da igreja determinavam a conduta correta de um homem cristão inviolável. Para resolver o impasse Pascal, como um bom administrador de risco, concluiu que a decisão de desfrutar de tais prazeres mundanos possuía um teor de risco muito alto, visto que na possibilidade da efetiva existência de deus, ele poderia ser condenado a passar a eternidade no purgatório, pagando pelos pecados de sua vida impura (BERNSTEIN, 1997).

A apresentação da estrutura da distribuição normal por Abraham de Moivre, por volta de 1730 e a descoberta do conceito de desvio padrão, elucidou em termos quantitativos a possibilidade de um determinado resultado esperado desviar-se da média dos demais resultados observados até o momento. Em 1738, Daniel Bernoulli

definiu pela primeira vez o processo sistemático pelo qual a maioria das pessoas realiza escolhas e chega a decisões (BERNSTEIN, 1997).

Através de uma breve contextualização histórica do estudo do risco como um elemento presente na vida do ser humano livre e racional é possível compreender os conceitos atuais em torno desse tema. A atividade empresarial, por sua vez, possui riscos inerentes em relação a diversos aspectos, que vão desde a confiabilidade das informações necessárias para a tomada de decisão, que nem sempre estão disponíveis em quantidade, qualidade ou momento oportuno, até as próprias consequências dessas decisões, como a possibilidade de obtenção de ganhos ou perdas financeiras com a criação de um novo empreendimento. Nesse sentido, o IBGC (2007, p. 11) dispõe que “o risco é inerente à atividade de negócios, na qual a consciência do risco e a capacidade de administrá-lo, aliadas à disposição de correr riscos e de tomar decisões, são elementos-chave”. Damodaran (2009) afirma que são necessários dois ingredientes para o risco se configurar. O primeiro é a incerteza sobre a ocorrência de um evento, e o segundo é a relevância desse evento em termos de impacto.

## 2.1 CATEGORIAS DE RISCOS

Para permitir uma abordagem mais eficiente em relação aos aspectos de riscos que podem afetar as atividades das organizações, há uma tendência na bibliografia especializada no assunto em segregar os riscos em categorias diferentes. Apesar de não haver um consenso por parte dos autores quanto aos tipos de riscos, grande parte da teoria trata os riscos de acordo com 4 categorias: Risco de Mercado, Risco de Crédito, Risco Operacional e Risco Legal (DUARTE JR, 2003).

### 2.1.1 Risco de Mercado

O risco de mercado consiste na possibilidade de ocorrer eventos de ordem macroeconômica que venham a afetar os resultados da organização. Variação cambial, aumento da taxa de juros, aumento do desemprego e redução da renda da população são alguns exemplos de mudanças no ambiente macroeconômico que

podem impactar de forma negativa ou positiva as atividades das empresas. Tais riscos são conhecidos como “Riscos de Mercado” justamente devido ao fato de que os aspectos dessa categoria de risco causam impacto no mercado como um todo e não concentram os seus efeitos em um setor, segmento ou região (ROSS, 2009).

Duarte Jr. & Varga (2003) conceituam o risco de mercado como sendo uma medida de incerteza relacionada aos retornos esperados de um investimento em decorrência de fatores de mercado. Nesse conceito é possível ampliar o entendimento de “investimento” como sendo qualquer atividade na qual exista a aplicação organizada de recursos com o objetivo de obter-se uma receita financeira maior do que o custo do capital empregado, assim como qualquer atividade empresarial.

No âmbito da administração financeira, grande parte dos conceitos de riscos de mercado diz respeito à alteração nos valores dos ativos que compõe determinado portfólio. Um dos princípios básicos dos mercados de capitais é de que quanto maior o risco de investimento, maior será o retorno exigido pelo mesmo. Diante disso, partindo do ponto de que existem tipos de investimentos na economia que são praticamente livres de risco, mas ainda assim possuem algum nível de retorno, já que deles se espera que remunerem o valor do dinheiro no tempo, como é o caso da aplicação na poupança ou compras de títulos de dívidas do governo, pode se dizer que dos demais tipos de investimentos disponíveis espera-se que apresentem um prêmio por risco que corresponde à diferença entre o retorno esperado do investimento e o retorno esperado de um investimento livre de risco. Ross (2009, pag. 272), conceitua o prêmio por risco como “O retorno excedente exigido, de uma aplicação em um ativo com risco, acima do exigido de uma aplicação livre de risco”. A afirmação acima nos diz que todo investimento que possui um retorno efetivo acima da aplicação livre de risco provavelmente tenha algum nível de risco envolvido. Entretanto essa parcela de risco, para melhor entendimento, precisa ser dividida entre risco sistemático e risco não sistemático.

Na teoria financeira moderna, existe uma premissa fundamental em relação aos retornos dos investimentos de que a verdadeira parcela de riscos é aquela que resulta de incertezas e surpresas que ainda não foram antecipadas pelos analistas e pelos agentes do mercado em geral. Esse argumento é baseado na hipótese de que o mercado é relativamente eficiente e por isso, as mudanças já identificadas teriam

os seus efeitos descontados nos valores presentes dos títulos, não resultando em qualquer alteração nos valores das ações e ativos em geral. Tais eventos não identificados previamente pelo mercado e que por isso podem causar impactos nos valores dos ativos podem ser de natureza sistemática ou não sistemática. Enquanto os riscos sistemáticos se relacionam aos aspectos macroeconômicos que afetam resultados do mercado como um todo, os riscos não sistemáticos referem-se a incidentes específicos que afetam normalmente um grupo reduzido de empresas. O risco não sistemático ficou conhecido também como risco diversificável a partir de um importante estudo para administração financeira realizada por Harry Max Markowitz a cerca de 60 anos atrás, denominada Teoria do Portfólio. A partir desse estudo Markowitz demonstrou que uma parcela importante dos riscos sobre os investimentos poderiam ser mitigados a partir da diversificação dos investimentos. Isso ocorreria porque os impactos resultantes de incertezas relativos a empresas específicas tenderiam a anular-se no momento que a carteira de investimentos fosse composta por mais títulos. Por outro lado a parcela do risco que não poderia ser anulado através da diversificação dos investimentos corresponde ao risco sistemático, ou risco não diversificado. Visto que tais riscos correspondem às incertezas que impactam os papéis das companhias do mercado como um todo, tais riscos são chamados também de risco de mercado (ROSS, 2009)

Alguns teóricos especialistas no estudo risco, como Duarte Jr & Varga (2003), costumam incluir como um componente importante do risco do mercado o risco de liquidez. Risco de liquidez corresponde à dificuldade de uma instituição em obter recursos a um custo razoável para honrar seus compromissos. Essa dificuldade pode advir por descasamentos nas entradas e saídas do fluxo de caixa de uma instituição ou pela incapacidade de converter ativos em caixa. Claramente, tal dimensão de risco de mercado é mais importante para os objetivos estratégicos de instituições financeiras, que precisam tomar decisões em relação a qual o montante ideal de recursos a serem dispostos em caixa para liquidar seus passivos. Tal decisão deve ser tomada levando em conta que uma superestimativa desse valor pode fazer com que a instituição deixe de obter lucro com a aplicação desse capital, resultando em custos de oportunidade extremamente elevados. O risco de liquidez também está associado à possibilidade de não se ter mercado para determinados ativos possuídos pela empresa, de tal forma que ela não consiga transformar em

caixa parte ou todos os seus ativos se assim necessitar. Por outro lado, o risco de liquidez pode significar que existindo mercado para os ativos da empresa, eles somente possam ser realizados com elevados descontos, de tal forma que a empresa perde valor por necessitar realizar ativos em um mercado deprimido.

### **2.1.2 Risco de Crédito**

Outra dimensão do risco de vital importância tanto para as instituições financeiras quanto para as empresas não financeiras que vendem crédito é o risco de crédito. Nos bancos, a principal atividade é a intermediação financeira e o ato de conceder empréstimos a seus clientes a partir da aplicação de recursos dos depositantes a uma determinada taxa de juros para compensar a não disposição dessa importância no presente. O risco de crédito também é fundamental para qualquer empresa que realize vendas de produtos ou prestação de serviços cujos pagamentos não sejam realizados à vista.

Duarte Jr. (2003, p. 5) define o risco de crédito da seguinte forma:

“Risco de crédito teria como definição uma medida das possíveis perdas em uma instituição caso uma contraparte em um contrato, ou um emissor de dívida, tenha alterada sua capacidade de honrar suas obrigações – por default ou degradação de sua capacidade creditícia” (DUARTE JR., 2003 p. 5).

Dado que todas as instituições com fins lucrativos, independente do setor da economia ao qual pertencem, possuem como atividade inerente aos seus negócios a venda de bens ou a prestação de serviços, é extremamente importante que tais companhias sejam capazes de medir e de gerenciar os aspectos de riscos que envolvem suas carteiras de créditos. Isso inclui as companhias que descontam seus recebíveis junto a instituições provedoras de crédito – que pagam nessas transações juros de acordo com o nível de risco associado a seus ativos – visto que essas também precisam ter uma medida consistente da possibilidade de inadimplência de seus clientes para poder pagar à instituição provedora dos recursos um prêmio por risco que seja compatível com o nível de risco de sua carteira.

Apesar da notória importância da gestão do risco de crédito e da existência de departamentos especializados na atividade de análise e avaliação para a concessão

de crédito, principalmente dentro de instituições financeiras, é relativamente recente a utilização de modelos e ferramentas estatísticas para analisar o nível de exposição ao risco de crédito das carteiras das empresas. Ainda hoje, é comum observar concessões de empréstimos realizados pelos gestores dos departamentos de créditos baseados pura e simplesmente na experiência dos gerentes e pelo seu critério pessoal em relação à imagem e confiabilidade do cliente (DUARTE JR. 2003). Tais análises empíricas impossibilitam uma gestão do crédito eficiente, visto que é o conjunto de transações individuais que determinará o nível de exposição da companhia em relação a fatores como concentração da sua carteira em clientes do mesmo setor de atividade, região geográfica, moeda, ou ainda que dependam do mesmo insumo para matéria prima para seus produtos, por exemplo.

A abertura econômica realizada no final da década de 80 do século passado alterou o cenário empresarial brasileiro, ocasionando um aumento inédito da concorrência em diversos setores. Com o objetivo de estabelecer um diferencial competitivo em seus mercados de atuação e de sobreviver a esse ambiente mais hostil, as empresas viram-se obrigadas a ampliar as facilidades quanto às formas de pagamento de seus clientes e essa nova realidade aumentou ainda mais a importâncias das áreas de análise de crédito. Somado a isso, o advento da estabilidade econômica no Brasil, efetivadas com a estabilização do câmbio, manutenção do nível de inflação a índices aceitáveis e conseqüentemente a redução progressiva das taxas de juros; criou um ambiente favorável para o aumento do nível de consumo das classes populares. O acesso ao crédito, juntamente com o aumento do poder de compra proporcionado principalmente pelas políticas de transferência de renda postas em prática pelo governo federal na década passada, também foram fatores essenciais que possibilitaram à ascensão dessas classes ao consumo. Os hábitos de compra desse espectro da população passaram a exigir uma maior profissionalização dos departamentos das diversas companhias visto que essa nova classe consumidora ainda tenta habituar-se aos controles dos gastos a crédito e o planejamento financeiro familiar, na tentativa de não comprometer excessivamente o orçamento da família e manter a sua capacidade de adimplência.

Um aspecto relacionado ao risco de crédito que merece atenção é a distinção entre a importância conferida pelas pessoas físicas e pelas pessoas jurídicas em relação ao crédito. As pessoas comuns, por dependerem basicamente da situação



positiva de seus dados cadastrais junto às instituições de proteção ao crédito para manterem sua capacidade de aquisição a prazo, normalmente possuem uma atitude mais conservadora em relação ao nível de endividamento, visto que o seu nível de qualidade de vida e de bem estar pode se diretamente afetada caso ela seja impedida de realizar compras a prazo. Por outro lado as pessoas jurídicas – nesse caso aquelas constituídas através de modalidades de responsabilidade limitada de capital - podem possuir uma atitude mais agressiva em relação ao endividamento, visto que os sócios ou acionistas da sociedade empresária dificilmente sofrerão sanções pessoais em relação à sua capacidade de compra, já que nesse caso a situação do crédito dos sócios em nada será afetado no caso da inadimplência da pessoa jurídica. Quanto a esse aspecto, cabe ao departamento de crédito das empresas saber distinguir entre o tipo de avaliação e de garantias a ser exigido em cada uma das formas de concessão de crédito.

Durante a crise financeira da Europa, conhecida também como a crise da dívida pública da zona do Euro, um método de avaliação de tomadores de crédito que se tornou mais conhecido do cidadão comum foi o sistema de *Rating*. Entre o período de 2011 e 2012, as agências de *rating*, ou agências de classificação de riscos, como *Standard & Poor's*, *Fitch*, *Moody's* se tornaram o pesadelo dos chefes de finanças públicas ao rebaixar a nota da dívida pública de países como Grécia, Itália e Espanha. O papel dessas agências é avaliar a qualidade de ativos financeiros emitidos por empresas ou governos em relação à capacidade de pagamento dos mesmos quanto aos valores, juros e prazos estabelecidos. Um rebaixamento na classificação de um título de dívida pública de um país, por exemplo, sinaliza ao mercado que há um risco maior de que o agente emissor deixe de cumprir com os seus compromissos. Para realizar a classificação dos títulos e dos emissores das dívidas as agências consideram como critério principal a probabilidade de inadimplência, que dependerá da capacidade e da disposição do emissor em honrar os seus compromissos nos termos contratuais assumidos com os credores. Além disso, as agências de classificação de riscos levam em conta fatores como a prioridade conferida pelo emissor ao pagamento do título emitido e a possibilidade de recuperação do crédito no caso de inadimplência. Como escala de avaliação, as agências de classificação de risco como *Fitch Ratings* e *Standards & Poor's*, utilizam os símbolos “AAA”, “AA”, “A”, “BBB”, “BB”, “B”, “CCC”, “CC”, “C” e

“D” de forma decrescente para classificar a qualidade do título ou do emissor da dívida. Por uma convenção de mercado, o termo “grau de investimento” ou “*investment grade*” é utilizado para designar títulos com grande possibilidade de adimplência classificados entre as categorias “AAA” e “BBB”, enquanto o termo “grau especulativo” ou “*speculative grade*” é utilizado para descrever os papéis classificados entre as escalas “BB” e “D”, (Standard & Poor's, 2009) e (Fitch Ratings, 2012). A agência de classificação de risco Moody's, por outro lado utiliza como escala de avaliação 9 símbolos que são: “Aaa”, “Aa”, “A”, “Baa”, “Ba”, “B”, “Caa”, “Ca” e “C”. Nesse escala os títulos classificados nos símbolos “Aaa” até “Baa” são considerados como são conhecidos como grau de investimento enquanto aqueles classificados nos símbolos “Ba” até “C” são descrito como grau especulativo (Moody's , 2012).

Além da avaliação de risco do tomador de crédito, existem outras ações que podem ser adotadas em relação ao gerenciamento do risco de crédito. Pois a exigência de garantias por parte do credor também pode ser uma alternativa para mitigar o risco de crédito nas operações. Nesses casos a instituição concedente exige que um determinado bem do tomador seja colocado à disposição para cobrir a dívida em caso de inadimplência. Em financiamentos para a aquisição de imóveis, por exemplo, é bastante comum a modalidade de contrato de alienação fiduciária, onde o próprio bem financiado constitui a garantia ao credor no caso de inadimplência. De forma semelhante, em contratos de aluguéis é comum a existência da figura do “fiador” que corresponde ao sujeito garantidor no caso de o compromisso financeiro não for saldado.

Além das formas de mitigação do risco de crédito mencionadas, é possível através da utilização de instrumentos derivativos como o *swap* de crédito, repassar o risco assumido em uma transação a um terceiro mediante um prêmio, que corresponde ao pagamento de uma taxa adicional pela assunção de tal risco. Nesse sentido, Brito (2007) descreve que um *swap* consiste no pagamento de um prêmio por parte de um comprador de proteção a um vendedor de proteção por assumir o risco sobre o ativo de um devedor.

### 2.1.3 Risco Operacional

As empresas são compostas basicamente por recursos, sejam eles humanos físicos ou financeiros. A interação dos recursos de uma organização representa os processos internos que determinam como as atividades do dia a dia são desempenhadas. Tais processos podem ser desde a transformação da matéria prima adquirida em um produto acabado apto para ser comercializado, até o cálculo das horas extras trabalhadas por um funcionário para determinar o seu salário no fim do mês. Algumas vezes, devido a falhas no planejamento, na execução ou no controle desses processos, o produto final dessa interação pode apresentar problemas que afetem o desempenho de uma organização. A possibilidade de ocorrência de tais falhas, gerando uma potencial perda de valor de uma organização corresponde ao Risco Operacional (DUARTE JR. & VARGA, 2003).

Brito também inclui em seu conceito de risco operacional, as possibilidades de perdas devida a fatores externos:

“Os riscos operacionais podem ser definidos como a possibilidade de perdas diretas ou indiretas, em função de fraquezas ou ausência de processos de controle internos adequados; e também como perdas decorrentes de agentes externos, por exemplo, catástrofes, crises sociais, problemas com infra-estrutura pública, crises sistêmicas, entre outros” (BRITO, 2007, p. 52).

A revolução tecnológica ocorrida no início desse século XXI, que mudou a maneira com que as pessoas se relacionam, também trouxe novos desafios para as instituições em relação à gestão do risco operacional. A expansão do uso da *internet* possibilitou às empresas a utilização de outros meios de comunicação com os seus públicos de interesse, especialmente com os seus clientes. Essa forma de interação estimulou novos hábitos de consumo na população e o comércio eletrônico tornou-se um dos maiores fenômenos no mundo dos negócios nos últimos 15 anos. Somente no Brasil esse mercado apresentou taxa média de crescimento de 46% ao ano na última década, dez vezes maior do que a média de crescimento da economia brasileira no mesmo período. Para se adaptar à nova dinâmica nas relações com os consumidores, as empresas obrigam-se a aperfeiçoar seus sistemas e processos constantemente para assegurar que a confidencialidade dos dados daqueles seja mantida. A manipulação incorreta dos dados de um comprador, o vazamento de

dados bancários ou até mesmo a divulgação de informações cadastrais não autorizadas, podem resultar em processos judiciais muito penosos e que trazem um prejuízo inestimável à reputação da organização.

As ameaças e os cuidados necessários na manipulação de dados de terceiros é apenas um exemplo de risco operacional. Outros tipos de riscos como sobrecargas dos sistemas elétricos e de processamento de dados, obsolescência dos sistemas, falhas em equipamentos, falhas humanas não intencionais também podem representar prejuízos significativos aos resultados de uma companhia (BRITO, 2007). Normalmente as empresas procuram se proteger de tais riscos operacionais através da implantação de sistemas de controles internos eficientes capazes de evitar que as falhas nos processos se configurem em perdas reais as empresas. Um princípio básico utilizado na mitigação de riscos operacionais, relacionado principalmente ao excesso de atribuições a determinada pessoa ou departamento, é a segregação de funções. A implementação adequada desse princípio impede que atividades inter-relacionadas que apresentem algum nível de conflito de interesse entre si sejam desempenhadas por uma única pessoa ou área. Dessa forma, na atividade do setor de compras de uma empresa, por exemplo, etapas como a cotação, autorização do pedido, pagamento do fornecedor, conferência do recebimento do pedido devem ser desempenhadas por pessoas e/ou áreas diferentes (BRITO, 2007).

Muitas vezes, companhias de grande porte e que são submetidas a sistemas exigentes de regulação, acabam incorporando à sua estrutura organizacional áreas de auditorias internas, responsável por avaliar continuamente os modelos de controles internos existentes na empresa. Para garantir que a atividade de auditoria interna seja realizada de maneira eficiente é importante que a área seja totalmente independente das demais atividades da organização, sem qualquer tipo de relação hierárquica com a diretoria executiva. Pois o cuidado na configuração da estrutura de uma área de auditoria interna é fundamental para que atividades de revisão de processos e de sistema de informação gerenciais sejam desempenhadas de forma autônoma e imparcial.

#### 2.1.4 Risco Legal

Em alguns países, a fragilidade do ambiente jurídico e a insegurança quanto à validade e duração das normas de regulação existentes podem representar para as empresas um aspecto importante de risco legal. O Brasil, por possuir uma legislação tributária complexa, com divisão de competências entre a União, os Estados e os Municípios, apresenta um ambiente institucional que se configura como um fator de incerteza para as empresas que mantêm seus negócios no país. Incentivos fiscais concedidos por Estados para atrair companhias e desenvolver a economia local podem certas vezes ser suspensos por falta de acordos e aprovações junto a conselhos fazendários compostos por autoridades dos demais estados da Federação. Além disso, o interesse político muitas vezes exerce seu poder de forma centralizadora na esfera econômica privilegiando alguns setores ou segmentos da indústria em detrimento dos demais agentes. Visto que o autor desse trabalho desenvolve sua atividade profissional na área tributária de uma companhia manufatureira de grande porte e por isso possui relativa compreensão das questões jurídicas tributárias que afetam as empresas com negócios no Brasil, foram reunidas no Anexo A algumas notícias recentes que atestam a instabilidade do ambiente jurídico tributário no país.

Essa instabilidade e falta de robustez no sistema formado pelas leis e normas de uma sociedade atrapalham consideravelmente a capacidade de planejamento das organizações. Tais incertezas em relação às regras existentes prejudicam principalmente grupos empresariais de outros países que desejam expandir os negócios para o Brasil. Recentemente, uma medida de política econômica adotada para estimular a indústria automotiva nacional desonerou drasticamente montadoras que produzissem seus automóveis no país. Diante disso, companhias importadoras que ainda não mantêm plantas produtivas no Brasil tiveram sua competitividade drasticamente afetada e seus planos estratégicos para atuar no mercado brasileiro que consideraram um cenário mais favorável em relação à concorrência simplesmente não podem mais ser aplicados. A deficiência dos marcos regulatórios no Brasil prejudica inclusive a sua capacidade de crescimento e desenvolvimento no longo prazo, visto que não é capaz de prover segurança necessária para o capital internacional investir no país.

Com o objetivo de garantir que os requerimentos legais sejam devidamente atendidos, é comum a existência da atividade de *compliance* dentro da organização. A função da área de *compliance* é alinhar a estrutura organizacional e as rotinas internas da empresa com as obrigações legais, tributárias e trabalhistas, às quais se submete. Dessa forma, é possível evitar sanções por parte dos diversos entes reguladores em relação às suas atividades e apresentar, sempre que necessário, comprovações de que mantém suas atividades de acordo com a lei e alinhadas com as boas práticas do mercado (DUARTE JR. & VARGA, 2003). Apesar do ambiente desafiador existente no Brasil em relação ao cumprimento das normas e das leis existentes, é importante destacar que esse aspecto de risco é considerado crítico em um sentido global, para empresas com atividades em diversos lugares do planeta. Um estudo desenvolvido pela empresa de auditoria e consultoria Ernst & Young (2010) evidenciou que os riscos envolvendo questões de regulações e *compliance* representaram em 2010 os maiores desafios para as companhias líderes globais nos mais diversos setores da indústria.

## 2.2 GESTÃO DE RISCOS EMPRESARIAIS

Alguns dos fatos que contribuíram para a implantação de modelos de gestão de riscos mais eficazes pelas empresas foram sem dúvida os acontecimentos no ambiente corporativo americano do início da década passada. Os escândalos financeiros de gigantes grupos econômicos dos Estados Unidos estimularam a adoção de controles internos mais rígidos e mecanismos de auditorias externas mais confiáveis. Nesse sentido, em 2002, uma lei americana assinada pelo senador democrata Paul Sarbanes e pelo deputado republicano Michel Oxley - por isso o nome Lei Sabenes-Oxley ou simplesmente SOX – dispôs em relação à obrigação das empresas públicas americanas adotarem medidas de controle mais rigorosas, com o objetivo principal de evitar a fuga de investidores do mercado financeiro devido à insegurança e a falta de credibilidade causada por fraudes. Entre as principais exigências previstas pela SOX pode se destacar: maior transparência nas demonstrações financeiras; aumento de recursos e autoridade para a *Securities Exchange Commision (SEC)* – entidade que tem papel regulador e fiscalizador do mercado financeiro americano, semelhante à CVM no Brasil; responsabilização

criminal mais dura para administradores e conselheiros em casos comprovados de fraudes; estabelecimento de controles corporativos internos mais eficazes; criação de comitês internos responsáveis por supervisionar as atividades e as operações das empresas, de maneira a mitigar os riscos inerentes ao negócio e a adoção de regras mais rigorosas para as auditorias independentes. Além disso, estabeleceu-se regras mais rigorosas para as auditorias independentes, como a rotação obrigatória de empresas e auditores, criação do Comitê de Auditoria Independente e a proibição de prestação de outros serviços pela empresa responsável pela auditoria da organização (ARPING & SAUTNER, 2012).

Como resposta às exigências da lei, decorrentes dos escândalos que resultaram em notáveis perdas para companhias, investidores, executivos e demais *stakeholders*, algumas instituições americanas empenharam-se no desenvolvimento de manuais que estabelecessem alguns princípios-chaves da gestão de riscos que, através de uma linguagem simples, fornecesse um norte para o estabelecimento de uma política empresarial de gestão de riscos eficiente. Essas publicações também acabaram servindo como um guia amplamente aceito por companhias de outros países; tanto por aquelas que eram obrigadas a atender às necessidades de controles internos exigidos pela lei quanto por aquelas que desejassem aperfeiçoar seus processos de gestão de riscos.

Apesar de os órgãos reguladores, companhias e analistas de mercado terem conferido recente uma maior importância à gestão de riscos no ambiente corporativo, algumas técnicas de gestão de riscos são usadas por longa data, desde o início do desenvolvimento dos mercados mobiliários. Entretanto, durante muito tempo a atividade de gestão de riscos foi definida como decisões em torno do objetivo de reduzir ou eliminar riscos iminentes. Essa abordagem tradicional é um tanto reducionista, visto que trata apenas de um aspecto da gestão de riscos, o *hedge*. Conforme definição do Dicionário Longman de Língua Inglesa (2009), *Hedge* é uma expressão da língua inglesa que significa “proteção”. Sendo assim, políticas de gestão de riscos empresariais baseadas em *hedge*, preocupam-se basicamente na proteção (ou minimização) contra os riscos que podem afetar as atividades da organização. Essa visão da gestão do risco se deve em grande parte pelo fato da maioria dos produtos de gestão de riscos oferecidos no mercado serem *hedge*, sejam eles seguros, derivativos ou *swaps*.

É importante perceber que em algumas áreas da ciência como engenharia, segurança e saúde o estudo e gerenciamento do risco se preocupam basicamente com a atitude de evitar o risco iminente, visto que em tais áreas não é possível trabalhar com a hipótese de ocorrência de eventos com efeitos negativos, dado o impacto dos mesmos. Pois da mesma forma que não há um nível de risco seguro a ser assumido em relação à possibilidade de danificação em uma determinada estrutura que pode resultar no desmoronamento de uma construção, também não existe um nível seguro de risco a ser assumido em relação a uma superdosagem que possa ser letal a um paciente. Entretanto, em áreas como a financeira, por exemplo, um investidor poderá optar por assumir o risco de arcar com prejuízos em troca da esperança de obter um nível de retorno acima do esperado. Nesse caso, o impacto ocasionado no caso do evento negativo acontecer obviamente não resultará em um dano tão prejudicial ao agente além do próprio prejuízo financeiro. Nesse sentido a área financeira conceitua o risco em termos da variabilidade dos retornos observados de um investimento em comparação com o retorno esperado do investimento, mesmo quando esses retornos representam resultados positivos (DAMODARAN, 2009), ainda que estudiosos da área financeira ainda entendem a definição de risco como a possibilidade de perda financeira (GITMAN, 2001).

Essa conceitualização abriu precedentes para uma abordagem de gestão de riscos mais abrangente e obviamente mais arrojada, visto que foi capaz de capturar tanto os seus aspectos negativos quanto positivos. A gestão do risco convencional, ou seja, o *hedge* total do risco, não leva em consideração de que a maioria das empresas bem sucedidas em seus mercados alcançaram tais posições identificando e explorando adequadamente os riscos, em vez de somente evitá-los. As organizações que se mantêm em uma posição demasiadamente conservadora diante do risco, abstendo-se somente em eliminá-lo, não são capazes de avaliar adequadamente o cenário no qual estão inseridas e muitas vezes deixam de aproveitar as oportunidades que o mercado oferece. Essa perspectiva em relação ao risco não significa, porém, desconsiderar-se eficácia das técnicas de *hedge*, quando essas são empregadas no sentido de proteger os negócios de riscos que estão além da sua capacidade de gerenciamento. Fatores de riscos de mercado como taxa de juros e taxa de câmbio, por exemplo, estarão vulneráveis às mais diversas variáveis que dificilmente estarão sob o controle da administração de uma companhia. Por fim,



pode se dizer que a história da humanidade está definitivamente muito relacionada com a história do risco e, como foi possível ver, o aspecto especial do risco está justamente na possibilidade de se alcançar sucessos, glórias e obviamente lucros a partir da sua exploração de forma adequada (DAMODARAN, 2009).

Definitivamente, pode se dizer que a gestão estratégica do risco envolve uma tomada de decisão diferente diante dos diferentes tipos de riscos enfrentados. De um lado do espectro está o *hedge*, que é a proteção aos fatores de risco e do outro a exploração, a assunção do risco. Diante dessa abordagem mais abrangente, podemos dizer que um gestor de riscos terá diversas alternativas ao se deparar com um cenário de risco como: assumir, evitar, proteger ou potencializar a sua exposição a ele (COSO, 2004).

### 2.3 UM MODELO DE GESTÃO DE RISCOS

É baseado nessa abordagem mais moderna que se torna possível desenvolver um modelo de gestão de riscos alinhado com a estratégia e com os objetivos de cada organização, concebendo assim uma ferramenta capaz de auxiliar as empresas a atingirem suas metas de desempenho e de lucratividade, contribuindo para a geração de valor. Pois a premissa básica para a gestão de riscos empresarial é a de que qualquer organização existe com o propósito principal de criar valor ao seu público de interesse. A partir dessa perspectiva o COSO, *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*, apresentou o seguinte conceito para a Gestão de Riscos Empresarial:

“Gestão de Riscos Empresariais é um processo desenvolvido pela alta administração da organização, que aplicado na definição da estratégia, tem como objetivo identificar eventos potenciais capazes de afetar a empresa. A Gestão de Riscos Empresariais auxilia os administradores a responder a tais eventos de acordo com o nível de apetite ao risco verificado pela organização, fornecendo assim razoável segurança quanto à consecução dos seus objetivos” (COSO, 2004, p. 16).

O conceito genérico da Gestão de Riscos Empresariais permite, além da internalização de alguns conceitos chaves, a compreensão das bases necessárias para a sua aplicação por parte de quaisquer organizações, sem haver restrição de setor, porte ou ramo de negócios. A definição apresentada pelo COSO elucida

também algumas características da gestão do risco empresarial, que para ser um processo efetivo deverá necessariamente: ser realizado por pessoas de todos os níveis da organização; ser aplicado na organização como um todo, em todos os departamentos e unidades de negócios; ser aplicada na definição da estratégia da organização; ser um processo contínuo que flui através da organização; ser capaz de identificar eventos potenciais que poderão afetar a organização; ser orientada para auxiliar na realização dos objetivos da empresa e proporcionar aos gestores uma razoável segurança quanto a consecução de tais objetivos.

A premissa fundamental para o estabelecimento de um modelo de gestão de riscos empresariais eficiente é visão e a interpretação adequada dos eventos com os quais a organização pode se deparar. É importante compreender que potenciais eventos podem conter impactos positivos ou negativos para a entidade. A definição do COSO (2004) considera que a possibilidade de ocorrência de eventos que afetem positivamente o atingimento dos objetivos através da criação ou preservação de valor para empresa representa as oportunidades. Por outro lado, a possibilidade de ocorrência de eventos que corroam o valor existente ou impeçam a criação de valor dificultando o alcance das metas da companhia representa os riscos.

A gestão de riscos empresariais não é estática e sim um conjunto de ações relacionadas que permeiam a organização. Tais ações são definidas principalmente pela forma como a administração conduz o negócio. A implantação de um modelo de gestão de riscos empresariais não deve ser encarada como uma atribuição adicional às atividades da empresa. Pois ainda que sua efetivação exija esforços adicionais por diversas pessoas, áreas e departamentos; as ferramentas e os mecanismos de gestão de riscos devem estar diretamente combinados com as atividades operacionais da empresa. Sendo assim, a existência de tais técnicas deve ser compreendida pela administração como fundamentais aos objetivos da organização. Além disso, a elaboração de um modelo de gestão de riscos corporativos eficientes também implica em ganhos relacionados à contenção de custos, já que ao invés de criar procedimentos novos, separados dos processos existentes, a empresa pode integras às atividades operacionais básicas alguns mecanismos para efetivar a gerenciamento dos riscos operacionais. Em uma área de análise de crédito, por exemplo, pode-se simplesmente desenvolver modelos e ferramentas que

possibilitem as análises necessárias, fornecendo informações que sejam coerentes com os objetivos estratégicos definidos pela empresa (COSO, 2004).

É importante compreender também que o gerenciamento dos riscos empresariais trata de um processo realizado por pessoas e dessa forma ele impacta e também é impactado pelas crenças, experiências e habilidades individuais, necessidades e aspirações que cada indivíduo traz para o seu ambiente de trabalho. Isso implica em reconhecer que dois modelos de gerenciamento de riscos construídos igualmente de forma estruturada e eficiente, mas desenvolvidos por pessoas diferentes, poderão possuir abordagem distintas em relação a aspectos como identificação, avaliação, e respostas a fatores de risco. Além disso, deve-se compreender que pessoas nem sempre são capazes de interpretar ou transmitir informações de forma consistente. Por serem justamente pessoas, suas ações e decisões estão suscetíveis a erros e por mais que um modelo de gestão de riscos empresariais auxilie a organização a compreender os riscos no contexto dos seus objetivos, ele não pode garantir uma assertividade total em relação a todos os aspectos de riscos que envolvem a empresa.

Alguns aspectos do diagnóstico organizacional da companhia como a sua missão, visão, valores e a própria cultura estabelecida são fatores-chaves para compreender a filosofia de gerenciamento de riscos e conseqüentemente o apetite ao risco da empresa. Conforme definido pelo COSO (2004), o apetite ao risco representa a quantidade de risco, que uma empresa está disposta a assumir para alcançar os seus objetivos e conseqüentemente gerar valor ao seu público de interesse. Companhias com alto apetite ao risco, normalmente possuem objetivos mais agressivos e aceitam alocar maior parte dos seus recursos em áreas de negócios que envolvam maiores incertezas, mas que em contrapartida possibilitam maiores ganhos. Uma empresa que ambiciona explorar novos mercados com o objetivo de experimentar margens de retorno mais altas, por exemplo, deve estar disposta a enfrentar ameaças significativas como desconfiança dos consumidores a respeito do seu produto, não dispor de experiência suficiente para atender às necessidades do cliente.

A partir dessa compreensão da aplicação da Gestão de Riscos Corporativos, torna-se claro que o gerenciamento de riscos deve ser aplicado em todas as atividades da organização, seja em nível estratégico, tático ou operacional. Na

definição da estratégia ele tem o papel de identificar e avaliar os riscos incidentes sobre as decisões da alta administração verificando se a assunção dos riscos em cada objetivo estratégico definido está de acordo com o nível de apetite ao risco da companhia. No nível tático, as atividades de unidades de negócio e de funções administrativas como marketing e recursos humanos também deve considerar o gerenciamento dos riscos empresariais. Normalmente isso envolve a necessidade de cada gerente de departamento ou responsável por unidade de negócio desenvolver ferramentas de avaliação de riscos das atividades e processos que administram. A companhia também deve considerar os riscos inerentes aos seus negócios de maneira inter-relacionada e a partir de uma perspectiva de portfolio. Pois alguns riscos que representam níveis diferentes de ameaças para as diversas unidades de negócio podem ser considerados coerentes com o nível de tolerância ao risco se avaliados de forma individual, mas quando analisado o impacto sobre todas as unidades de forma conjunta, ele pode representar um risco que a companhia não está disposta a assumir.

Por fim o estabelecimento de uma gestão de riscos eficaz proporciona uma série de benefícios e permite à organização realizar diversas melhorias do ponto de vista estratégico, capazes de contribuir de maneira importante para a maximização de valor, conforme COSO (2004):

- Alinhamento entre a estratégia da organização e o seu nível de apetite ao risco – O apetite ao risco da empresa pode ser determinado principalmente através da avaliação de alternativas estratégicas e no desenvolvimento de mecanismos para gerenciamento de riscos.
- Melhoria das decisões de respostas a riscos – A Gestão de Riscos Empresariais proporciona o rigor necessário para identificar e selecionar a melhor alternativa de resposta perante um evento potencial com impactos à organização: aversão, redução, distribuição e assunção de riscos.
- Redução de surpresas e perdas operacionais – Proporciona à empresa maiores possibilidades de ganho a partir do desenvolvimento da competência de identificar eventos futuros, estabelecendo respostas para reduzir as surpresas e conseqüentemente os custos e perdas associadas.
- Identificação e gerenciamento de riscos múltiplos e cruzados – Toda empresa enfrenta riscos que afetam diferentes partes da organização. A

gestão de riscos empresariais facilita a obtenção de respostas a impactos inter-relacionados e na proposição de respostas integradas para riscos que afetam diversos departamentos ou unidades de negócio da organização.

- Identificação de Oportunidades – Considerando uma gama completa de eventos potenciais, os gestores são capazes de identificar oportunidades pro ativamente.
- Melhoria de alocação de capital – A partir de informações mais consistentes acerca dos riscos, os gestores são capazes de avaliar de maneira mais efetiva as necessidades de capital e, conseqüentemente, melhorar a sua alocação.

### **2.3.1 Objetivos da Gestão de Riscos Empresariais**

A gestão de riscos empresariais se propõe a alcançar quatro categorias diferentes de objetivos em uma organização: objetivos estratégicos, objetivos operacionais, objetivos de relatórios e objetivos de *compliance* (COSO, 2004).

- Objetivos Estratégicos – Compreende aos objetivos de alto nível da organização. Devem estar alinhados com a missão e os valores da empresa, suportando também os mesmos.
- Objetivos Operacionais – Refere-se ao objetivo de utilização adequada e eficiente dos recursos da empresa, apoiando o alcance dos objetivos estratégicos.
- Objetivos de Relatórios – Representa a confiabilidade dos relatórios disponibilizados pela empresa, conferindo aos seus públicos de interesse informações consistentes a respeito do negócio.
- Objetivos de *Compliance* – Trata do objetivo relacionado com o cumprimento das exigências legais e regulatórias aplicáveis ao negócio assim como adequação às boas praticas de comportamento ético.

A categorização dos objetivos da empresa permite um foco em diferentes aspectos da gestão de riscos empresariais. Tal divisão na forma como destacada acima, aponta categorias distintas, mas que podem possuir objetivos relacionados,

onde os objetivos de uma determinada categoria podem interessar e interferir aqueles que pertençam à outra. Além disso, essa classificação permite também distinções entre o que se pode esperar de uma gestão de riscos empresarial efetiva para cada categoria de objetivos. Para objetivos de relatórios e de *compliance*, por exemplo, ele pode conferir certa segurança em direção do alcance dessas categorias de objetivos, visto que eles estão totalmente dentro do controle da empresa e dependem quase que exclusivamente da competência e eficiência com que as atividades são desempenhadas, não sofrendo impactos por fatores externos (COSO, 2004).

Por outro lado, o atingimento de objetivos estratégicos, como alcançar uma participação de mercado específica, e objetivos operacionais, como lançar com sucesso uma nova linha de produtos, nem sempre está dentro do controle da entidade. Pois quanto à esses objetivos, a empresa pode estar suscetível à eventos externos que a impeçam de alcança-los. Ainda assim, para esses objetivos a gestão eficiente dos riscos permite à administração obter uma razoável segurança de que a companhia está se movendo em direção do alcance dos seus objetivos, sendo capaz de identificar todos os fatores que se caracterizem como ameaças ou oportunidades para a geração de valor.

### **2.3.2 Componentes da Gestão de Riscos Empresariais**

O gerenciamento de riscos empresarial consiste em oito componentes inter-relacionados. Eles são derivados da forma como a companhia é administrada e está integrada com o processo de gerenciamento: São eles (COSO, 2004):

- Ambiente Interno – O ambiente interno engloba o tom de uma organização, e configura a base de como os riscos são vistos e endereçados pelas pessoas da entidade, incluindo a filosofia de gerenciamento de riscos e o apetite ao risco, integridade e valores éticos e o ambiente onde eles operam.
- Definição de Objetivos – Objetivos devem existir antes de a administração poder identificar eventos potenciais que possam afetar o alcance de tais objetivos. Gerenciamento do risco garante que a administração

estabeleça processos para definir objetivos e que os objetivos escolhidos suportem e estejam alinhados com a missão da empresa e estejam em conformidade com o seu apetite ao risco.

- Identificação de Evento – Eventos internos e externos que afetem o alcance dos objetivos da empresa devem ser identificados e distinguidos entre riscos e oportunidades. Oportunidades são canalizadas de volta para a estratégia da administração ou para o processo de definição de objetivos.
- Avaliação do Risco – Riscos são analisados considerando a probabilidade de impacto, como a forma com que os mesmos possam ser gerenciados.
- Resposta ao Risco – A administração seleciona respostas ao risco: aversão, assunção, redução ou compartilhamento do risco – desenvolvendo uma configuração de ações para alinhar os riscos com a tolerância e o apetite de risco da empresa.
- Controle das Atividades – Políticas e procedimentos são estabelecidos e implementados para ajudar a garantir que as ações de respostas aos riscos são efetivamente realizadas.
- Informação e Comunicação – Informação relevante é identificada, capturada e comunicada na forma e no tempo que permitam as pessoas relacionar com suas responsabilidades. Comunicação efetiva também ocorre em um sentido mais amplo, em um fluxo para cima, para baixo e através da entidade.
- Monitoramento – A totalidade do gerenciamento é monitorada e caso seja necessário modificações são realizadas. Monitoramento é realizado através de atividades de gerenciamento contínuo, avaliações separadas ou ambas.

A gestão de riscos corporativos é um processo dinâmico. Por exemplo, a avaliação de riscos que direciona a resposta a um evento potencial, pode também influenciar atividades de controle, assim como destacar a necessidade de se reconsiderar a informação a ser comunicada através da entidade ou até mesmo sugerir alterações nas atividades de monitoramento. Assim, o processo de gerenciamento de riscos não é restrito a processos dispostos em série, onde um

componente afeta apenas o próximo e sim m processo multidirecional e interativo, no qual qualquer componente pode e vai influenciar o outro (COSO, 2004).

Entidades diferentes também não devem aplicar modelos de gerenciamento de riscos da mesma forma, visto que as companhias possuem diferentes capacidades e necessidades em relação a gerenciamentos de riscos empresariais. Pois as companhias normalmente diferem drasticamente por indústrias, porte, ou pela filosofia e cultura da administração. Sendo assim, ainda que as entidades tenham cada um dos componentes no lugar e operando efetivamente, a aplicação de um modelo de gerenciamento de riscos em uma companhia – incluindo as ferramentas e técnicas empregadas e a atribuição de tarefas e responsabilidades – frequentemente vai parecer muito diferente em outra.

### 2.3.3 Relação Objetivos X Componentes dos Riscos Empresariais

Existe uma relação direta entre os objetivos, os quais são aqueles que a entidade esforça-se para alcançar, e os componentes do gerenciamento do risco empresarial, os quais representam o que é necessário para alcançar os objetivos. A relação é demonstrada em uma matriz tridimensional, na forma de um cubo:



**Figura 1 – Representação da Relação dos Objetivos e Componentes da Gestão de Riscos Empresariais**

Fonte: COSO (2004)



Cada componente do ERM, nas linhas que cortam através o cubo, aplicam-se a todas as quatro categorias de objetivos. Por exemplo, dados financeiros e não financeiros gerados de fontes internas e externas, os quais são parte do componente da Informação e comunicação, são necessárias para determinar a estratégia, gerenciar as operações do negócio de forma efetiva, gerar relatórios confiáveis e determinar se a entidade está cumprindo com as leis aplicáveis.

Similarmente, olhando para as categorias de objetivos, todos os oito componentes são relevantes para cada um deles. Considerando uma dessas categorias, efetividade e eficiência da operação, por exemplo, todos os oito componentes são aplicáveis e importantes para o seu atingimento.

O gerenciamento dos riscos empresariais é relevante para a empresa inteira ou para alguma de suas unidades de negócios individuais. Essa relação é retratada pela terceira dimensão do cubo, que representam as subsidiárias, divisões e outras unidades de negócios. Dessa forma, é possível incorporar o modelo de gestão de riscos a partir da análise de qualquer uma das células da matriz. Poderia considerar, por exemplo, a célula localizada na primeira linha, na quarta coluna de traz representando o ambiente interno e como este se relaciona com os objetivos de *compliance* de uma subsidiária particular.

Deve ser reconhecido também que as quatro colunas representam categorias de objetivos de uma entidade, não partes ou unidades da entidade. Portanto, quando considerado a categoria de objetivos relacionada aos relatórios, por exemplo, o conhecimento de uma ampla gama de informações sobre a operação da empresa é necessário. Mas neste caso, o foco é na coluna do meio a direita no cubo – os objetivos de relatórios – ao invés da categoria dos objetivos de operação.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 MÉTODO E ESTRATÉGIA DE PESQUISA

A fim de alcançar-se os objetivos propostos neste trabalho, de analisar as práticas de gestão de riscos divulgadas pelas empresas do setor de consumo cíclico que possuem suas ações comercializadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&F Bovespa) e compará-las com as sugestões das melhores práticas de gestão de riscos corporativos divulgadas por instituições de conhecimento reconhecido sobre o tema; utilizou-se o método qualitativo de pesquisa exploratória. De acordo com Severino (2007, p.123) a pesquisa exploratória “busca levantar informações sobre um determinado objeto, delimitando assim um campo de trabalho, mapeando as condições de manifestação desse objeto”. A opção por uma abordagem qualitativa de pesquisa é justificada ao passo que o objetivo do trabalho consiste em compreender a forma com que as companhias organizam e implementam suas políticas de gestão de riscos e não em medir os resultados alcançados por uma política de gestão de riscos eficiente, por exemplo. Nesse sentido, Roesch (2005) afirma que a pesquisa qualitativa é útil para a avaliação formativa de um determinado problema, mas não é apropriado para mensurar resultados.

Como estratégia de pesquisa, foi utilizada a abordagem de estudo de caso múltiplo, visto que se fez necessário a análise da política gestão de riscos de uma amostra de companhias do setor de consumo listadas na Bovespa. A análise de casos múltiplos mostrou-se apropriada para os objetivos desse trabalho visto que através dele foi possível comparar os aspectos de risco mencionados pelas empresas em seus respectivos Formulários de Referencia, estabelecendo assim contrastes e similaridades entre as interpretações das companhias. Além disso, a utilização dos casos múltiplos permitiu a identificação de padrões nas observações realizados nos casos individuais.

### 3.2 POPULAÇÃO-ALVO E AMOSTRAGEM

Os estudos desenvolvidos nesse trabalho são direcionados às empresas do setor de consumo cíclico listadas na BM&F por se entender que os negócios dessas empresas são mais sensíveis às mudanças dos cenários macroeconômicos. As empresas pertencentes ao setor de consumo cíclico da economia são aquelas que possuem suas atividades relacionadas à produção/comercialização de bens de consumo ou prestação de serviços que não são essenciais aos consumidores. Sendo assim, tais bens e serviços costumam ser afetados de forma mais intensa por ciclos econômicos favoráveis ou desfavoráveis, já que a população poderá optar por consumir ou não tais produtos. Dada essa maior exposição às mudanças nos cenários econômicos, deduziu-se que estabelecer uma política de gestão de riscos eficiente é imprescindível para que tais companhias possam prevenir-se das ameaças a seus negócios assim como aproveitar as oportunidades que possam surgir ao longo do percurso de desenvolvimento de suas atividades.

Conforme é possível verificar na tabela a seguir (Tabela 1), existem atualmente 67 empresas do setor de consumo cíclico que transacionam ações na Bolsa de Valores de São Paulo (levantamento feito em outubro de 2012). Por uma questão de conveniência prática e metodológica optou-se por extrair uma amostra dessas companhias para possibilitar uma análise mais acurada dos Formulários de Referência de cada uma delas. Para obter-se uma amostra representativa da população-alvo do estudo, selecionaram-se as 10 companhias que juntas possuem um faturamento que representa mais de 70% do faturamento do setor. O critério utilizado para o ordenamento foi a Receita Líquida das companhias divulgadas em seus DRE's (Demonstrativos de Resultados de Exercícios) de 2011 disponíveis nas demonstrações financeiras padronizadas divulgadas ao mercado. Os valores de Receita Líquida divulgados na Tabela 1 estão dispostos em unidades de R\$ mil e correspondem ao faturamento consolidado da companhia, o que envolve tanto a receita da própria empresa quanto de suas controladas – empresas sobre as quais a companhia detém o controle acionário.

Tabela 1 – Receita líquida das empresas do setor de consumo cíclico listadas na Bovespa

Nº	Razão Social	Receita Líquida (R\$ mil)	Participação Relativa %	Participação Relativa, % acumulado
1	VIA VAREJO S.A.	21.016.716	21,14%	21,14%
2	LOJAS AMERICANAS S.A.	10.201.624	10,26%	31,39%
3	WHIRLPOOL S.A.	7.465.334	7,51%	38,90%
4	NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	6.695.885	6,73%	45,64%
5	MAGAZINE LUIZA S.A.	6.419.371	6,46%	52,09%
6	DUFREY A.G.	5.009.541	5,04%	57,13%
7	B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	4.232.137	4,26%	61,39%
8	HYPERMARCAS S.A.	3.324.630	3,34%	64,73%
9	LOJAS RENNEN S.A.	3.238.543	3,26%	67,99%
10	GUARARAPES CONFECÇOES S.A.	3.046.024	3,06%	71,05%
11	LOCALIZA RENT A CAR S.A.	2.918.130	2,93%	73,98%
12	ALPARGATAS S.A.	2.574.700	2,59%	76,57%
13	MARISA LOJAS S.A.	2.450.315	2,46%	79,04%
14	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	1.888.967	1,90%	80,94%
15	WEMBLEY SOCIEDADE ANONIMA	1.742.403	1,75%	82,69%
16	GRENDENE S.A.	1.482.636	1,49%	84,18%
17	CIA HERING	1.353.233	1,36%	85,54%
18	MULTIPLUS S.A.	1.246.812	1,25%	86,79%
19	ANHANGUERA EDUC. PARTICIP. S.A.	1.232.168	1,24%	88,03%
20	ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	1.148.437	1,15%	89,19%
21	VICUNHA TEXTIL S.A.	1.070.957	1,08%	90,27%
22	ABRIL EDUCAÇÃO S.A.	772.108	0,78%	91,04%
23	KROTON EDUCACIONAL S.A.	734.553	0,74%	91,78%
24	AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	678.907	0,68%	92,46%
25	UNIDAS S.A.	670.934	0,67%	93,14%
26	T4F ENTRETENIMENTO S.A.	609.825	0,61%	93,75%
27	CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	527.276	0,53%	94,28%
28	RESTOQUE COM. E CONF. DE ROUPAS S.A.	471.100	0,47%	94,76%
29	COMPANHIA DE LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	390.682	0,39%	95,15%
30	CIA TECIDOS SANTANENSE	370.375	0,37%	95,52%
31	MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	363.699	0,37%	95,89%
32	KARSTEN S.A.	354.591	0,36%	96,24%
33	DOHLER S.A.	301.088	0,30%	96,55%
34	PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL	299.027	0,30%	96,85%
35	UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A.	294.677	0,30%	97,14%
36	GRAZZIOTIN S.A.	291.223	0,29%	97,44%
37	CAMBUCI S.A.	278.773	0,28%	97,72%
38	TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	264.810	0,27%	97,98%
39	TECHNOS S.A.	262.030	0,26%	98,25%
40	CIA INDUSTRIAL CATAGUASES	224.486	0,23%	98,47%
41	SÃO PAULO TURISMO S.A.	207.571	0,21%	98,68%
42	BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP	186.931	0,19%	98,87%
43	BRASMOTOR S.A.	162.869	0,16%	99,03%
44	TEXTIL RENAUXVIEW S.A.	142.176	0,14%	99,17%
45	HOTEIS OTHON S.A.	130.295	0,13%	99,31%
46	SAUIPE S.A.	122.914	0,12%	99,43%
47	MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	106.078	0,11%	99,54%
48	TEC TOY S.A.	101.092	0,10%	99,64%
49	HOPI HARI S.A.	97.257	0,10%	99,74%
50	SPRINGER S.A.	68.711	0,07%	99,80%
51	BUETTNER S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	47.277	0,05%	99,85%
52	EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A. ENCORPAR	46.107	0,05%	99,90%
53	FABRICA TECIDOS CARLOS RENAUX S.A.	38.966	0,04%	99,94%
54	BICICLETAS MONARK S.A.	34.572	0,03%	99,97%
55	IGB ELETRONICA S.A.	19.029	0,02%	99,99%
56	PRÓ METALURGIA S.A.	4.633	0,00%	100,00%
57	LOJAS HERING S.A.	2.284	0,00%	100,00%
58	CIA INDUSTRIAL SCHLOSSER S.A.	749	0,00%	100,00%
59	MAORI S.A.	496	0,00%	100,00%
60	INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS S.A.	0	0,00%	100,00%
61	BETAPART PARTICIPACOES S.A.	0	0,00%	100,00%
62	VULCABRAS/AZALEIA S.A.	0	0,00%	100,00%
63	CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	0	0,00%	100,00%
64	FIACAO TEC SAO JOSE S.A.	0	0,00%	100,00%
65	SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	0	0,00%	100,00%
66	TECBLU TECELAGEM BLUMENAU S.A.	0	0,00%	100,00%
67	LIGAFUTEVOL S.A.	0	0,00%	100,00%
		<b>99.438.734</b>		<b>100,00%</b>

Fonte: Bovespa (adaptada pelo autor)

### 3.3 COLETA E ANÁLISE DE DADOS

Quanto à técnica de coleta de dados para esse estudo, utilizou-se dados secundários, que nesse caso compreende a um relatório anual desenvolvido pelas companhias por exigência da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) denominado “Formulário de Referência”. Em relação aos dados secundários, Cooper (2003) defende que arquivos e relatórios elaborados pela própria organização representam fontes riquíssimas de dados que devem ser examinados pelo pesquisador antes mesmos de estudos e pesquisas realizadas por autores de fora da organização analisada. Quanto à avaliação das informações constantes nos Formulários de Referências, é possível ressaltar algumas características desses documentos que atestam a possibilidade de utilização de tais dados na realização de uma pesquisa. Nesse sentido, Cooper (2003) estabeleceu 5 critérios para a avaliação de fontes de dados secundários, que são: Objetivo, Escopo, Confiabilidade, Público-alvo e Formato. Pretendendo confirmar a habilitação dos Formulários de Referência das empresas como uma fonte dado apropriada para dirimir as questões presentes nesse estudo, segue abaixo uma breve análise dos critérios mencionados acima em relação a tais documentos:

- **Objetivo:** O Formulário de Referência consiste em um relatório Anual elaborado pelas companhias com o objetivo fundamental de prestar informações estratégicas e de gestão que são relacionados aos negócios de cada empresa. Através desse documento, a organização presta ao mercado informações como transações realizadas no exercício (aquisições e fusões), comentários dos diretores, fatores de riscos do negócio, remuneração dos administradores e outros.
- **Escopo:** A instrução CVM nº 480/2009 definiu que tais relatórios devem ser elaborados anualmente pelas companhias emissoras em até 5 meses após o encerramento de cada exercício. Dessa forma fica garantida a atualização frequente e a recorrência da disposição dos dados
- **Confiabilidade:** O Formulário de Referência consiste em um relatório que traz um grande número de informações relevantes para a tomada de decisão por parte dos investidores. Tais informações também são

utilizadas pelos analistas de mercado para a avaliação dos negócios da companhia.

- **Público-Alvo:** O conteúdo dos Formulários de Referências é direcionado principalmente para os investidores das companhias, que passam a receber informações atualizadas a respeito da organização. O documento também é destinado aos analistas de mercado e a própria CVM, órgão regulador do mercado de ações no país.
- **Formato:** Um dos maiores méritos dos Formulários de Referência, diz respeito à padronização da disposição das informações. Pois através da prestação de informações mais organizadas, é possível ao leitor encontrar as informações de seu interesse com maior rapidez e efetuar comparações com as publicações de demais companhias.

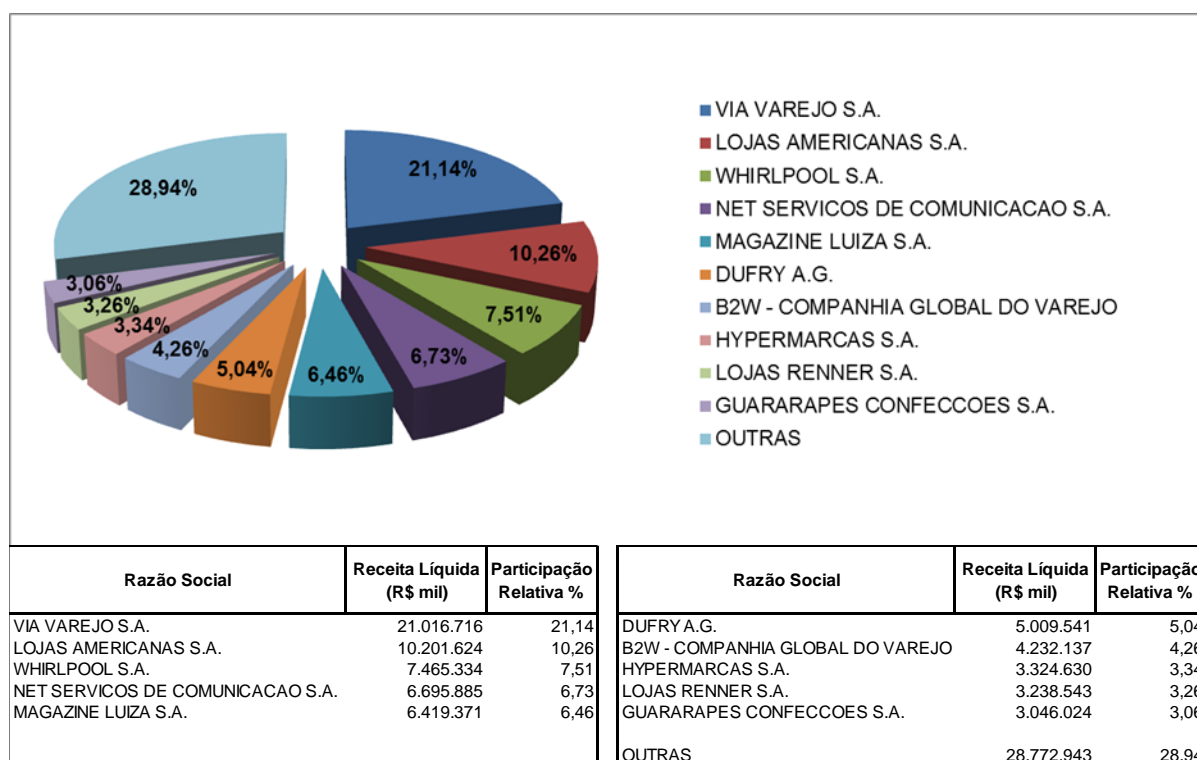
O Formulário de Referência passou a ser exigido pela CVM a partir do ano exercício de 2009 e substituiu o Formulário de Informações Anuais – IAN desde então. Dentre os principais objetivos dessa medida está a intenção da CVM de agilizar os processos de análise de ofertas públicas de ações, exigindo que as companhias de capital aberto mantenham no Formulário de Referência as principais informações referentes ao emissor como: fatores de riscos inerentes ao negócio, estrutura de capital, informações financeiras, operações com partes relacionadas e remuneração do conselho. Com a reunião dessas informações em um documento único, atualizado de forma permanente, o Formulário de Referência passa a ser uma espécie de prospecto permanente das empresas que, caso desejem emitir novos títulos mobiliários, bastará disponibilizar aos investidores o prospecto da oferta – que passará a ser mais conciso contendo apenas as informações dos valores mobiliários ofertados – referenciando o próprio Formulário de Referência.

Para analisar as informações extraídas dos Formulários de Referências das companhias que fizeram parte da amostra, foi realizada uma comparação dos fatores de risco apontados por cada uma delas à luz do Modelo de Gestão de Riscos Empresariais, elaborado pelo COSO (*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*). As exposições das inferências feitas a partir dessa comparação foram analisadas através de quadros comparativos que demonstram a frequência com que os fatores de riscos e o gerenciamento dos mesmos são apresentados pelas companhias.

## 4 ANÁLISE DOS DADOS

### 4.1 APRESENTAÇÃO DAS EMPRESAS ANALISADAS

As 10 empresas selecionadas como amostra para a realização da análise dos fatores de riscos mencionados em seus Formulários de Referências somaram em 2011 uma receita líquida total na ordem de R\$ 70,6 bilhões, sendo responsáveis por mais de 70% da receita total das empresas do setor de consumo cíclico listadas na Bovespa (Gráfico1).



**Gráfico 1 – Receita líquida em 2011 das 10 empresas analisadas**

Fonte: Bovespa (adaptada pelo autor)

Entre as companhias selecionadas, figuram representantes do subsetor de Eletrodomésticos; Produtos Diversos; Produção e Difusão de Filmes e Programas e de Tecidos, Vestuários e Calçados; conforme pode ser observado na Tabela 2 abaixo.

Tabela 2 – Informações relevantes das 10 empresas analisadas

Nº	Razão Social	Códigos de Negociação	Subsetor Nível 2	Receita Líquida (R\$ mil)	Participação Relativa %	Participação Relativa, % acumulado
1	VIA VAREJO S.A.	VVAR3	Eletrodomésticos	21.016.716	21,14	21,14
2	LOJAS AMERICANAS S.A.	LAME3; LAME4	Produtos Diversos	10.201.624	10,26	31,39
3	WHIRLPOOL S.A.	WHRL3; WHRL4	Eletrodomésticos	7.465.334	7,51	38,90
4	NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	NETC3; NETC4	Prod. e Dif. de Filmes e Programas	6.695.885	6,73	45,64
5	MAGAZINE LUIZA S.A.	MGLU3	Eletrodomésticos	6.419.371	6,46	52,09
6	DUFREY A.G.	DAGB11	Produtos Diversos	5.009.541	5,04	57,13
7	B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	BTOW3	Produtos Diversos	4.232.137	4,26	61,39
8	HYPERMARCAS S.A.	HYPE3	Produtos Diversos	3.324.630	3,34	64,73
9	LOJAS RENNER S.A.	LREN3	Tecidos, Vestuários e Calçados	3.238.543	3,26	67,99
10	GUARARAPES CONFECÇÕES S.A.	GUAR3; GUAR4	Tecidos, Vestuários e Calçados	3.046.024	3,06	71,05
				<b>70.649.805</b>		<b>71,05</b>

Fonte: Bovespa (adaptada pelo autor)

Vale também mencionar que das 10 companhias da amostra, quatro figuram no segmento do Novo Mercado da Bovespa (Magazine Luiza S.A., B2W – Companhia Global de Varejo; Hypermarchas S.A. e Lojas Renner S.A.). Tais companhias enquadradas nesse segmento da Bovespa sujeitam-se a cumprir com as melhores práticas de Governança Corporativa, conforme estabelecido pelo regulamento do Novo Mercado, e apresentam diferenciais em relação às demais empresas não enquadradas em tal nível como: 100% das ações negociadas são do tipo ON (Ordinária Nominativas), com direito a voto; *TagAlong* de 100%, todos os acionistas tem o direito de vender suas ações pelo mesmo preço ofertado aos controladores no caso de venda do controle da companhia; 20% do Conselho de Administração deve ser composto por membros independentes e com mandato máximo de 2 anos; 25% de *FreeFloat*, a empresa se compromete a manter no mínimo 25% da totalidade de suas ações em circulação no mercado.

Das companhias analisadas, nove delas tratam-se de empresas brasileiras e somente uma trata-se de empresa estrangeira, a Dufrey A.G.. Neste caso, a Dufrey corresponde a um *BDR (Brazilian Depositary Receipts)* - empresa de origem estrangeira com valores mobiliários comercializados no Brasil que são lastreados e representativos das ações emitidas e custodiadas no seu país de origem.



## 4.2 ANÁLISE DOS ASPECTOS DE RISCOS APRESENTADOS

Nas seções que seguem, os fatores de riscos apontados pelas companhias serão analisados e comparados em relação a aspectos como tipos de riscos diagnosticados, natureza dos tipos de riscos, interpretação em relação aos potenciais eventos que possam afetar as companhias, estrutura organizacional formal responsável pela função de gerenciamento de riscos, políticas de gestão de riscos adotadas pelas empresas e a relação entre os riscos diagnosticados com o apetite ao risco e os objetivos da companhia.

### 4.2.1 Tipos de Riscos Apontados

Para possibilitar uma análise mais adequada dos fatores de riscos mencionados pelas companhias, realizou-se uma compilação dos riscos mencionados em 50 tipos de riscos (Tabela 3). Essa tipificação permitiu comparar os riscos relatados pelas companhias de uma forma mais prática, sendo possível identificar quais e quantos fatores de riscos são mencionados pelas empresas em seus Formulários de Referência. Além disso, a classificação por tipos de riscos divulgados permitiu anular algumas diferenças quanto à forma da comunicação dos aspectos divulgados por cada empresa como utilização de termos verbais diferentes e utilização de sinônimos para tratar do mesmo aspecto de risco (a relação completa dos riscos divulgados pelas 10 companhias analisadas foi reunida no Anexo B deste trabalho).

A fim de facilitar a análise dos riscos mencionados, assim como estabelecer uma relação com a revisão teórica a cerca do estudo do risco, os tipos de riscos foram classificados conforme as principais categorias de riscos corporativos mais utilizadas: Riscos de Mercado, Riscos de Crédito, Riscos Operacionais e Riscos Legais (DUARTE JR & VARGA, 2003). Entre os tipos de riscos divulgados, 20 deles são entendidos como Riscos de Mercado, 2 como Riscos de crédito, 19 como riscos operacionais e 9 como Riscos de natureza legal; conforme Tabela 3 abaixo:

Tabela 3 – Tipos de riscos apontados pelas empresas analisadas

<b>Categoria de Risco</b>	<b>Nº</b>	<b>Tipo de Risco Apontado</b>
Riscos de Mercado	1	impacto dos ciclos econômicos na demanda
	2	impacto dos ciclos econômicos no resultado financeiro
	3	intervenção do governo brasileiro na economia
	4	imprevisibilidade das receitas
	5	disponibilidade/captação de recursos no futuro
	6	efeito da sazonalidade nas receitas
	7	efeitos do clima nas receitas
	8	volatilidade dos fatores de custos/insumos
	9	capacidade de praticar preços desejados/necessários
	10	desejos/necessidades/preferências do consumidor
	11	fluxo de clientes no estabelecimento
	12	características da competição no setor de atuação
	13	volatilidade/falta de liquidez do mercado de ações
	14	conflitos de interesse entre acionistas
	15	alteração/concentração/diluição na participação acionária
	16	possibilidade de não-recebimento de dividendos pelos acionistas
	17	extensão de ofertas de compras de ações
	18	não adesão de padrões de governança corporativa
	19	percepção dos riscos do negócio/economia por outros países
	20	condições políticas e econômicas em outros países
Riscos de Crédito	21	crédito dos clientes
	22	disponibilidade de formas de pagamentos
Riscos Operacionais	23	eficiência de processos/operações/sistemas de informação
	24	segurança e confidencialidade de informações
	25	proteção da marca/propriedade intelectual
	26	desenvolvimento de novos produtos/ inovação/tecnologias
	27	descontinuidade dos produtos/serviços ofertados
	28	manutenção de estratégias de crescimento
	29	manutenção da cultura da empresa
	30	qualidade/volume/prazos dos fornecedores
	31	limitação/exclusividade de fornecedores/clientes
	32	eficiências das campanhas de marketing
	33	perdas relacionadas à atentados/sinistros/catástrofes/desastres
	34	sistemas de transporte e cadeia logística
	35	custos de agência
	36	processos de aquisições/fusões
	37	terceirização da mão-de-obra
	38	perda/alteração de membros da administração
	39	atração/retenção de pessoal qualificado
	40	atividades das companhias controladas
	41	operações internacionais
Riscos Legais	42	regulação do setor de atuação
	43	instabilidade no ambiente legal/regulatório
	44	alteração na política fiscal/ tributária
	45	práticas irregulares dos parceiros comerciais
	46	contingências em processos judiciais
	47	aspectos de relação de trabalho
	48	prejuízos a direitos dos acionistas
	49	aspectos/obrigações contratuais
	50	sujeição à leis estrangeiras

Fonte: elaborado pelo autor

Apesar desse trabalho de pesquisa não possuir uma abordagem quantitativa, algumas análises em relação aos fatores de riscos apontados pelas companhias podem ser realizadas quando se leva em consideração o número de vezes que cada tipo de risco é mencionado pelas companhias. A partir do Quadro 1 a seguir, é possível verificar que alguns aspectos classificados em riscos de mercado como o impacto dos ciclos econômicos na demanda (nº1), impacto dos ciclos econômicos no resultado financeiro (nº2), intervenção do governo brasileiro na economia (nº3) e características da competição no setor de atuação (nº 4); são mencionados pelas companhias de maneira recorrente, com 17, 16, 15 e 15 citações respectivamente. Além disso, é importante ressaltar que os riscos relacionados ao impacto dos ciclos econômicos na demanda e às características da competição no setor de atuação são mencionados pelas 10 companhias analisadas. A frequência da citação dos riscos mencionados acima podem revelar as preocupações específicas das empresas em relação ao seu setor de atuação. Pois justamente por corresponderem a empresas do setor cíclico da economia, elas obviamente estão mais expostas aos impactos dos ciclos econômicos nas suas atividades. Em relação à citação dos riscos relacionados à força da concorrência, avalia-se que todas as companhias possuem a necessidade de informar aos seus investidores que, por mais bem geridos que sejam os seus negócios, há sempre o risco das concorrentes desenvolverem produtos, tecnologias ou até mesmo estratégias de mercado inovadoras que impossibilitem a sua sobrevivência.

Outro aspecto importante que pode ser analisado em relação aos fatores mencionados é que alguns tipos de riscos possuem número elevado de referências, mas foram abordados por poucas companhias. Enquanto a Hypermarchas faz 9 referências aos riscos relacionado aos processos de aquisição/fusão (nº 36 no Quadro 1), somente uma das outras nove companhias os menciona. Ainda que os Formulários de Referências divulgados pelas companhias não façam qualquer tipo de referência em relação ao apetite ao risco de cada empresa ou que revelem poucas informações em relação aos seus objetivos estratégicos, o número tão expressivo com que os riscos relacionados à aquisições é mencionado indica que a Hypermarchas possui uma forte estratégia de fusões e aquisições, enquanto as demais empresas não, ou pelo menos não conferem a mesma ênfase a essa estratégia.

	Empresas Analsadas											
	VIA VAREJO S.A.	AMERICANAS S.A.	LOJAS AMERICANAS S.A.	WHIRLPOOL S.A	NET SERVICOS DE COMUNICACAO	MAGAZINE LUIZA S.A.	DUFREY A.G.	B2W - COMPANHIA GLOBAL DO	HYPERMARCAS S.A.	LOJAS RENNER S.A.		CONFECOES S.A
1	2	1	1	2	3	1	2	1	2	2	2	17
2	1		2	3	1	2	2	2	2	2	1	16
3	2	2		1	3		1			3	3	15
4		1					1					2
5	1			1	1	1					1	5
6		1			1		1			1	1	5
7										1	1	2
8			1	3					1			5
9				1						1	1	3
10			2				1		1	1	1	6
11										1	2	3
12	1	1	1	2	1	2	2	2	2	1	2	15
13	1	2	1				1	1	1		1	8
14		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
15	3	1			2			1	1	1		9
16		1		1	1			1	1	1	1	7
17										1		1
18							1					1
19	1			1				1		1	1	5
20		1					2					3
21	1			1	1					1	2	6
22		1			1		1			1	1	5
23		1	2	2	1		1	1	1	1	1	10
24	1				2			1		1		5
25			1					1	2	1	1	6
26			1	1					1			3
27											1	1
28					2	1		3	3	2		11
29					1							1
30		1	1			1	2				1	6
31			1	2		1						4
32	1									1	1	3
33		1		1	1	1	1	1	1	1		7
34	1				2		1	1	2	1		8
35									1			1
36					1				9			10
37					1				1			2
38					1	1			1		1	4
39			1			1						2
40		1			2					2	1	6
41			1									1
42	2			2	1	1		5				11
43			1									1
44							1		1		1	3
45		1						1	1	1	1	5
46	1	1	2	1				1	2			8
47			1									1
48							7					7
49	1	1					1		1			4
50							1					1
	20	20	21	29	29	28	24	42	33	34	280	

Quadro 1 – Matriz Tipos de Riscos x Empresas Analsadas

Fonte: elaborado pelo autor

Pode se verificar através dos riscos mencionados características muito particulares de algumas empresas e do tipo de papel comercializado por elas. A Dufry A.G. mencionou 7 aspectos de riscos relacionados aos potenciais prejuízos aos direitos de seus acionistas (nº 48 no Quadro 1), o que explica a natureza de seus papéis visto que essa empresa é a única de origem estrangeira entre as companhias analisadas e que os papéis que a mesma negocia no Brasil correspondem a *BDR (Brazilian Depositary Receipts)*. Pois tais papéis possuem características diferentes quando comparadas às ações ordinárias ou nominativas, visto que essas companhias não estão sujeitas as mesmas regulações das demais companhias com sede no Brasil.

#### 4.2.2 Natureza dos Aspectos de Risco

A partir da análise dos Formulários de Referências das empresas, é possível constatar que as empresas divulgam riscos de duas naturezas distintas: os riscos inerentes ao próprio negócio da companhia e os riscos aos seus investidores. Na Tabela 4 abaixo, é possível verificar que, apesar das empresas diagnosticarem um número muito maior de riscos relacionados aos seus próprios negócios, elas também mencionam alguns riscos para os seus investidores.

**Tabela 4 – Natureza dos tipos de riscos divulgados pelas empresas analisadas**

Nº	Empresas Analisadas	Natureza dos Tipos de Riscos		Total
		Riscos para o Negócio	Riscos para os Investidores	
1	VIA VAREJO S.A.	16	4	<b>20</b>
2	LOJAS AMERICANAS S.A.	15	5	<b>20</b>
3	WHIRLPOOL S.A.	19	2	<b>21</b>
4	NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	27	2	<b>29</b>
5	MAGAZINE LUIZA S.A.	25	4	<b>29</b>
6	DUFY A.G.	25	3	<b>28</b>
7	B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	20	4	<b>24</b>
8	HYPERMARCAS S.A.	38	4	<b>42</b>
9	LOJAS RENNER S.A.	29	4	<b>33</b>
10	GUARARAPES CONFECÇÕES S.A.	31	3	<b>34</b>
		<b>245</b>	<b>35</b>	<b>280</b>

Fonte: elaborado pelo autor

Além disso, é possível observar que cada uma das companhias citaram pelo menos dois dos quatro fatores de riscos seguintes, relacionados às particularidades dos mercados de ações como: volatilidade/falta de liquidez do mercado de ações, conflitos de interesse entre acionistas, alteração/concentração/diluição na participação acionária e possibilidade não-recebimento de dividendos pelos acionistas.

#### 4.2.3 Interpretação dos Aspectos de Riscos

A abordagem mais moderna do estudo do risco trabalha com a noção de que potenciais eventos relacionados aos negócios das empresas podem apresentar tanto consequências positivas quanto negativas (COSO, 2004) e (DAMODARAN, 2009). Entretanto, a partir da análise dos fatores de riscos apontados pelas companhias é possível verificar que o ambiente empresarial brasileiro ainda enxerga o tema do risco como ameaças em relação aos objetivos das companhias, com a potencialidade de ocasionar apenas prejuízos financeiros. Essa perspectiva fica demonstrada a partir da representação da Tabela 5 abaixo, que demonstra que dos 280 fatores de riscos mencionados pelas empresas, apenas 6 deles foram interpretados como oportunidades aos negócios das companhias.

**Tabela 5 – Interpretação dos fatores de risco pelas empresas analisadas**

Nº	Empresas Analisadas	Interpretação dos Fatores de Risco		Total
		Ameaças ao Negócio	Oportunidades ao Negócio	
1	VIA VAREJO S.A.	16	0	<b>16</b>
2	LOJAS AMERICANAS S.A.	15	0	<b>15</b>
3	WHIRLPOOL S.A.	16	3	<b>19</b>
4	NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	27	0	<b>27</b>
5	MAGAZINE LUIZA S.A.	25	0	<b>25</b>
6	DUFREY A.G.	24	1	<b>25</b>
7	B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	20	0	<b>20</b>
8	HYPERMARCAS S.A.	38	0	<b>38</b>
9	LOJAS RENNER S.A.	28	1	<b>29</b>
10	GUARARAPES CONFECÇOES S.A.	30	1	<b>31</b>
		<b>239</b>	<b>6</b>	<b>245</b>

Fonte: elaborado pelo autor

Fica ainda mais clara a predominância da conotação negativa em relação aos fatores de riscos por parte das empresas analisadas, quando percebemos que apenas 4 das 10 empresas analisadas apontaram oportunidades nos aspectos de riscos consoantes a seus negócios.

A análise dos riscos mencionados pelas companhias permite a conclusão que, de fato, algumas ameaças citadas dificilmente poderiam representar oportunidades aos negócios em cada empresa. Entretanto, ao revisitar a teoria sobre a gestão estratégica do risco é possível verificar que o desenvolvimento de algumas habilidades que configurem vantagens às empresas em relação aos seus concorrentes, pode maximizar as chances dessas companhias em e gerar valor a partir da exploração de alguns riscos. Para elucidar esse raciocínio, pensa-se a respeito dos riscos relacionados às mudanças nos desejos e necessidades dos consumidores. Se por um lado, a mudança no comportamento do cliente, influenciado por alterações na cultura da sociedade e nos hábitos de consumo, pode representar uma ameaça aos negócios das empresas no caso destas não conseguirem responder a tais mudanças com eficiência; essas mudanças podem representar também oportunidades no caso das empresas desenvolverem processos de pesquisas e desenvolvimentos que lhes permitam identificar alterações nos fatores de consumo antes de seus concorrentes. Indo mais além, é possível dizer que as empresas estabeleceriam um diferencial competitivo ainda maior caso fossem capazes de propor ao mercado um bem ou serviço para suprir uma necessidade que os consumidores ainda não sabem que possuem. A partir dessa abordagem, as empresas agiriam de forma proativa e não reativa perante as necessidades de seus clientes. Outro exemplo pode ser extraído em relação aos riscos referentes à manutenção dos recursos humanos na empresa. Obviamente a companhia estará exposta a um risco considerável caso não seja capaz de manter seus profissionais, pelo menos em um nível aceitável. Por outro lado, caso a empresa invista em programas de capacitação, treinamento, estabeleça planos de remunerações atrativos e proporcione oportunidades de desenvolvimento profissional; ela poderá obter um diferencial importante em reação aos concorrentes quanto às atividades de captação e retenção de talentos.

#### 4.2.4 Políticas de Gerenciamento de Riscos

A primeira análise possível quando se observa as políticas de gerenciamento de riscos apontadas pelas companhias em seus Formulários de Referência, é que elas limitam-se a divulgar apenas ferramentas que utilizam para a proteção de alguns riscos, normalmente relacionados a riscos de mercado como taxa de câmbio e taxa de juros. Entretanto, não é possível identificar por parte dessas empresas – ao menos a partir da leitura dos Formulários de Referência – um modelo de gestão de riscos que seja capaz de demonstrar aos investidores e aos demais públicos de interesse uma conexão dos riscos identificados com os objetivos da companhia, ou mesmo com o nível de risco ao qual essa companhia está disposta a se expor em função do seu apetite ao risco (COSO, 2004).

A avaliação dos riscos identificados também é um componente fundamental de um modelo de gestão de riscos. De acordo o Modelo de Gestão de Riscos Empresariais proposto pelo COSO (2004), os eventos que possam causar impactos à capacidade da entidade em gerar valor devem ser avaliadas em relação à probabilidade de ocorrência e do impacto ocasionado no caso do acontecimento do evento. Entretanto, a partir da pesquisa e análise dos Formulários de Referência publicados pelas companhias não é possível identificar qualquer abordagem a respeito da avaliação dos riscos nesse sentido. Sendo assim, as empresas se restringem a apenas a listar os fatores de riscos relacionados ao seus negócios mas não demonstra modelos ou mesmo critérios formais para a avaliação dos mesmos.

Partindo para uma análise das ferramentas de gestão de riscos utilizadas pelas companhias, é possível observar a partir do Quadro 2 abaixo uma maior atenção conferida aos riscos considerados como Riscos de Mercado. Pois das 10 ferramentas para proteção de riscos citadas, 8 dizem respeito a ferramentas para mitigação dos riscos de mercado. É possível verificar também que os swaps ou contratos futuros de câmbio (nº 1 no Quadro 2) são amplamente utilizados pelas empresas para protegerem seus negócios de variações cambiais que possam afetar o seu resultado financeiro, já que 9 das 10 empresas analisadas operam com esse tipo de derivativos.



Categoria do Risco Gerenciado	Nº	Política de Gerenciamento de Risco	Empresas Analsadas											
			VIA VAREJO S.A.	LOJAS AMERICANAS S.A.	WHIRLPOOL S.A	NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	MAGAZINE LUIZA S.A	DUFREY A.G.	B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	HYPERMARCAS S.A.	LOJAS RENNERT S.A.	GUARARAPES CONFECÇÕES S.A		
Riscos de Mercado	1	swaps/contratos futuros de câmbio	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		9
	2	eliminação de desequilíbrios de câmbio através de negociações a vista						X						1
	3	contratos futuros de mercadorias/commodities			X									1
	4	swaps/opções de taxas de juros	X					X		X	X			4
	5	indexação das dívidas à variação do CDI	X	X							X			3
	6	acompanhamento de descasamentos das taxas de juros/câmbio/prazos de ativos e passivos		X					X	X				3
	7	limitação das exposição líquida às operações com derivativos	X		X									2
	8	testes de estresse								X				1
Riscos de Crédito	9	avaliação de crédito dos clientes						X						1
Riscos Operacionais	10	contratos de seguros contra perdas por sinistros/desastres										X		1

**Quadro 2 – Matriz Políticas de Gerenciamento de Riscos x Empresas Analsadas**

Fonte: elaborado pelo autor

Outro aspecto importante a ser ressaltado em relação à utilização de instrumentos financeiros por parte das companhias, é que todas elas destacam em seus Formulários de Referência que não utilizam operações com instrumentos derivativos para fins de especulação, limitando a utilização dos mesmos ao objetivo de proteção patrimonial (hedge).

#### 4.2.5 Estrutura Organizacional de Gestão de Riscos

Quando analisado as estruturas formais das organizações responsáveis pela atividade de gerenciamento de riscos, é possível notar que 40% das empresas analisadas não possuem comitês, departamentos ou áreas específicas dedicadas especialmente atividades ligadas à identificação, avaliação e respostas aos riscos relacionados às atividades da empresa (Tabela 6).

**Tabela 6 – Levantamento das empresas com estrutura organizacional formal de gestão de riscos**

Nº	Empresas Analisadas	Com Estrutura Organizacional Formal para a Atividade de Gestão de Riscos	Sem Estrutura Organizacional Formal para a Atividade de Gestão de Riscos
1	VIA VAREJO S.A.	X	
2	LOJAS AMERICANAS S.A.		X
3	WHIRLPOOL S.A	X	
4	NET SERV. DE COMUNICACAO S.A.	X	
5	MAGAZINE LUIZA S.A.	X	
6	DUFREY A.G.	X	
7	B2W - COMPANHIA GLOBAL VAREJO		X
8	HYPERMARCAS S.A.		X
9	LOJAS RENNER S.A.	X	
10	GUARARAPES CONFECÇÕES S.A.		X
		<b>6</b>	<b>4</b>

Fonte: elaborado pelo autor

Em tais empresas onde não existem estruturas organizacionais formais para o gerenciamento de riscos, os Formulários de Referência mencionam que a atividade de gerenciamento de risco é realizada de forma multidisciplinar sob a coordenação e controle do quadro de diretores da empresa.

É importante destacar também que da totalidade das companhias analisadas, apenas uma delas – as Lojas Renner S.A. – menciona em seu Formulário de Referência a consideração de referenciais teóricos para o desenvolvimento da atividade de gerenciamento de riscos. A empresa inclusive destaca que observa as melhores práticas de auditoria interna, gestão de riscos e prevenção de perdas divulgadas por instituições internacionalmente reconhecidas no estudo desses temas como COSO e IIA (Instituto Internacional de Auditores Internos).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As considerações finais referentes a essa pesquisa foram divididos em três tópicos: (1) conclusões sobre o estudo, (2) sugestões para trabalhos futuros e (3) recomendações para órgãos reguladores.

### 5.1 CONCLUSÕES SOBRE O ESTUDO

A partir da realização desse estudo foi possível se fazer comparações entre os fatores de riscos divulgados e o Modelo de Gestão de Riscos Corporativos elaborado pelo COSO.

Primeiramente foi possível verificar a partir dessa comparação que as companhias do setor de consumo cíclico listadas na BM&F Bovespa de modo geral, não observam as recomendações de boas práticas de gestão de riscos desenvolvidas pelo COSO ou mesmo por qualquer outra instituição. As empresas limitam-se a apenas listar em seus Formulários de Referência os principais fatores de riscos incidentes sobre seus negócios e para seus investidores, listando também algumas ferramentas utilizadas para mitigação de alguns riscos de mercado principalmente. Entretanto, não foi possível verificar, ao menos a partir da análise de desses relatórios, se as empresas mantêm políticas de gestão de riscos consistentes que levem em consideração aspectos do ambiente interno da organização para uma determinação de seu apetite ao risco para assim aplica-lo na definição dos objetivos da companhia ou na tomada de decisão em relação aos riscos identificados. Até mesmo em relação à avaliação dos riscos inerentes à atividade das empresas, nenhuma das companhias analisadas divulgou que mantêm qualquer tipo de critério para determinar se os potenciais eventos possuem níveis preocupantes em relação à probabilidade ou impacto dos mesmos, o que direcionaria qual postura a ser adotada em relação a tais riscos. Se maneira geral, pode se afirmar que os Formulários de Referência elaborados pelas companhias constituem, antes de qualquer coisa, um documento elaborado para o atendimento a uma norma determinada pela CVM, onde os riscos e algumas políticas são mencionados de uma forma superficial sem de fato retratar as políticas ou os modelos de gerenciamento

adotados pelas companhias. Sendo assim, justamente por citar os riscos do negócio de uma forma demasiadamente simplificada e resumida, tais documentos não são capazes de alcançar o seu principal objetivo: servir como uma referência à tomada de decisão dos investidores da companhia.

A partir dos fatores de riscos divulgados pelas diversas empresas da amostra, identificou-se padrões no que diz respeito aos riscos mencionados, constatando-se que parte dos riscos mencionados é a mesma em diversas empresas. Os riscos relacionados ao impacto dos ciclos econômicos na demanda e o impacto dos ciclos econômicos no resultado financeiro, por exemplo, estão presentes no diagnóstico das 10 empresas analisadas e revelam coerência em relação aos riscos verificados, devido à própria natureza cíclica das suas atividades. Por outro lado, quando analisados os riscos que foram divulgados apenas por algumas empresas, a mesma coerência não é verificada, visto que é possível tanto a observação de empresas do mesmo subsetor mencionando riscos distintos como empresas de subsetores diferentes citando o mesmo risco.

Também foi possível constatar que as empresas analisadas não fazem referência em seus Formulários de Referências aos objetivos da organização, para permitir dessa forma, que os investidores e os demais públicos de interesse comparem aspectos de gestão de riscos das companhias com a estratégia da empresa. Através das análises dos potenciais eventos que pudessem impactar as atividades das empresas, foi possível concluir também que a grande maioria dos aspectos divulgados representava ameaças para as companhias e não oportunidades. Dessa forma pode-se inferir que as empresas ainda têm uma abordagem bastante tradicional do tema gestão de riscos, em que apenas os eventos com impactos negativos aos negócios das empresas são identificados e mencionados em relação as ações para evita-los ou mitiga-los. Finalmente, verificou-se também que, apesar do grande porte das companhias analisadas, 40% delas não possuem estruturas organizacionais formais responsáveis pela a atividade de gerenciamento dos riscos corporativos.

## 5.2 SUGESTÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

O estudo realizado baseou-se apenas na análise dos fatores de riscos divulgados pelas empresas do setor de consumo cíclico listadas na BM&F BOVESPA. Dessa forma, uma sugestão para próximos estudos acadêmicos interessados na área de gestão de riscos seria a análise de empresas de outros setores da economia como o setor de consumo não cíclico, por exemplo. A partir desse estudo poder-se-ia verificar se companhias pertencentes a outros setores apresentam fatores de riscos semelhantes ou diferentes das empresas do setor de consumo cíclico, já que teoricamente, as empresas desse setor estariam mais suscetíveis às mudanças no ambiente macroeconômico do que as demais.

Outra sugestão de trabalho acadêmico que colaboraria com o estudo de gestão de riscos seria a realização de um estudo de caso individual, com o objetivo de implementar os aspectos do Modelo de Gestão de Risco elaborados pelo COSO em uma organização ou setor que não possua uma política de gestão de riscos efetiva. Tal estudo seria importante inclusive para atestar que o modelo proposto pelo COSO possui aplicação em diversas empresas, independentemente do porte, segmento ou setor.

## 5.3 RECOMENDAÇÃO PARA ENTIDADES REGULADORAS

Visto que com a realização desse estudo não foi possível verificar, a partir da análise dos Formulários de Referências, o nível de apetite ao risco das companhias e nem mesmo a relação dos riscos divulgados com os objetivos estratégicos das organizações, uma recomendação que se faz às entidades reguladoras do mercado de valores mobiliários como a CVM é a determinação de que as companhias de capital aberto incluíssem em seus Formulários de Referências uma seção tratando dos objetivos da companhia e da sua disposição em assumir riscos para alcançar tais objetivos. Pois essa informação se disposta nos formulários de referência, consistiria em mais uma informação relevante ao investidos que poderia avaliar se o perfil da organização perante os riscos estão alinhados com os seus próprios objetivos, convicções e crenças em relação à assunção de riscos.

## REFERÊNCIAS

ARPING, Stefan & SAUTNER, Zacharias. **Did SOX Section 404 Make Firms Less Opaque? Evidence from Cross Listed Firms.** Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1561619](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1561619)>. Acesso em: 12 Out. 2012

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos Deuses: A Fascinante História do Risco.** Rio de Janeiro: Campus, 1997. 389 p.

BM&F BOVESPA. **Empresas Listadas – Setor de Atuação.** Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 15 Set. 2012

BRITO, Osias Santana. **Gestão de Riscos: uma abordagem orientada aos riscos empresariais.** São Paulo: Saraiva, 2007.

COOPER, Donald R. **Métodos de Pesquisa em Administração.** 7 ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COSO. **Enterprise Risk Management. Integreted Framework – Executive Summary, Famework and Aplication Techniques.** Jersey City: COSO, 2004. 246 p.

CVM. **Instrução CVM nº 480.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>>. Acesso em 13 Set. 2012

DAMODARAN, Aswath. **Gestão Estratégica do Risco: uma referência para a tomada de riscos empresariais.** Porto Alegre: Bookman, 2009. 384 p.

DUARTE JR., Antonlo M. & VARGA, Gyorgy. **Gestão de Riscos no Brasil.** Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2003.

ERNEST & YOUNG. **Business Risk Report 2010**: The top 10 risks for business. Oxford Analytica, 2010. 48 p.

FITCH RATINGS. **Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion**. Disponível em: <[http://www.fitchratings.com/web\\_content/ratings/fitch\\_ratings\\_definitions\\_and\\_scales.pdf](http://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf)>. Acesso em: 25 Out. 2012

GITMAM, Lawrence J. **Princípios da Administração Financeira**. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNAÇÃO CORPORATIVA. **Guia de Orientação para Gerenciamento de Riscos Corporativos**. São Paulo: IBGC, 2007. 48 p.

LONGMAN, Pearson. **Longman Dictionary of Contemporary English: For Advanced learners**. 5 ed. Longman Italia, 2009. 2081 p.

MOODY'S. **Ratings Symbols and Definitions**. Disponível em: <[http://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](http://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004)>. Acesso em: 16 Nov. 2012

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2005.

ROSS, Stephen A. **Princípios da administração financeira**. 2 ed. São Paulo: Atlas 2009.

SEVERINO, Antônio Joaquim. **Metodologia do Trabalho Científico**. 23 ed. São Paulo: Cortez, 2007.

STANDARD & POOR'S. **General Criteria: Understanding Standard & Poor's Rating Definitions**. Disponível em: <<http://www.standardandpoors.com/ratings/criteria/en/eu?filtername=Table%20of%20Contents>>. Acesso em: 25 Out. 2012

**VALOR ECONÔMICO. Liminar do STF contra incentivo fiscal de SP pode elevar preço de tablet em até 10%. São Paulo. n. 3126, 1/11/2012.**

\_\_\_\_\_. **Alíquota única de 4% pode ter oito anos para transição.**  
São Paulo. n. 3129, 7/11/2012. .

\_\_\_\_\_. **MG e PR apertam regras na venda de crédito de ICMS.**  
São Paulo. n. 3129, 7/11/2012.



## ANEXO A – RISCO NO AMBIENTE JURÍDICO TRIBUTÁRIO

# Liminar do STF contra incentivo fiscal de SP pode elevar preço de tablet em até 10%

**Eduardo Campos  
e Thiago Resende**  
De Brasília

O presidente da Associação Brasileira da Indústria Elétrica e Eletrônica (Abinee), Humberto Barbato, alertou que os preços de produtos de informática e de comunicação fabricados no Estado de São Paulo podem sofrer aumento imediato de preço entre 10% e 12%.

A elevação é resultado de liminar concedida em Ação Direta de Inconstitucionalidade do Estado do Amazonas contra decreto do governo paulista. A decisão, do ministro Celso de Mello, do Supremo Tribunal Federal (STF), suspendeu incentivos fiscais do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) a produtos de informáti-

ca. Entre eles, os tablets.

"Acredito que as empresas, amanhã, já estarão sendo obrigadas a fazer aumento de preços, pois o ICMS de São Paulo terá de ser cobrado de qualquer maneira", disse Barbato ontem, após encontro com o ministro da Fazenda, Guido Mantega e outros 45 empresários do Grupo de Avanço da Competitividade (GAC).

Segundo o executivo, mais de 50% da produção de computadores, celulares, tablets, e outros produtos de tecnologia da informação está concentrada em São Paulo. Barbato disse que não há como recorrer da liminar do STF, mas que a determinação pode ser revista pelo plenário do tribunal.

A ação do Estado do Amazonas chegou ao Supremo no início do ano. O governador amazonense,

Omar Abdel Aziz (PSD), afirmou na ação que as normas paulistas questionadas permitiam a redução da base de cálculo na fabricação e na comercialização de forma a limitar a carga tributária efetiva a 0%. Essa redução é resultado de uma tributação de 7% com concessão de crédito tributário de 7%.

O governador alegou que a redução tributária é inconstitucional, porque o benefício não foi aprovado pelo Conselho Nacional de Política Fazendária (Confaz). Além disso, as disposições constitucionais transitórias estabelecem proteção especial à Zona Franca de Manaus, onde os tablets pagam ICMS de 12%.

Ainda de acordo com Barbato, a guerra fiscal se apresenta como um dos problemas mais graves na tomada de decisão de in-

vestimento, principalmente na área de tecnologia. "Reforçamos a necessidade de o governo federal intervir de forma muito severa junto aos governadores no sentido de vencer essa guerra fiscal. Do contrário, infelizmente, o caos estará colocado. Na nossa área o caos já está instalado, lamentavelmente", disse.

Em reunião com o ministro da Fazenda, Guido Mantega, empresários reclamaram da guerra fiscal e o ministro garantiu que fará um encontro com os governadores de todos os Estados para tratar do tema, disse o presidente da Confederação Nacional da Indústria (CNI), Robson de Andrade. Outro problema citado foi que alguns Estados estão "desconsiderando os créditos tributários de ICMS de Estados que têm incentivo fiscal".

# Alíquota única de 4% pode ter oito anos para transição

**Claudia Safatle  
e Raimundo Costa**  
De Brasília

O ministro da Fazenda, Guido Mantega, apresenta hoje aos governadores a proposta de reforma do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), que prevê a unificação da alíquota interestadual do imposto em 4% e um prazo de oito anos para os Estados fazerem a transição. Haverá, ainda, a criação de um fundo de compensação, com recursos do Tesouro Nacional, para atenuar as eventuais perdas de receitas dos Estados. O valor que será repassado ao fundo não está definido, mas se não houvesse a prática de incentivos fiscais, a unificação de alíquota representaria uma perda de arrecadação de R\$ 14 bilhões.

A reunião do ministro com os governadores, hoje pela manhã, será o primeiro passo político para a reforma do ICMS e, conseqüentemente, para o fim da guerra fiscal. Mantega pretende chegar a um acordo até o fim do ano. Antes disso, a presidente Dilma Rousseff também deverá ter um encontro com os dirigentes estaduais.

Apesar de ser um assunto complexo e objeto de profundas discordâncias entre os Estados, o governo federal avalia que a instabilidade jurídica em torno dos incentivos concedidos pelos governadores estaduais forçou uma situação perigosa que favorece um entendimento.

O momento é propício, sobretudo, por causa do risco de o Supremo Tribunal Federal (STF) aprovar uma súmula vinculante pela qual os incentivos concedidos até agora, e que estão em vigência sem a prévia anuência do Conselho de Política Fazendária (Confaz), possam ser considerados ilegais.

Mantega poderá oferecer aos Estados a regularização dos incentivos e, no curso das conversas, dis-

cutir a troca do indexador das dívidas estaduais junto à União, uma velha reivindicação dos governadores. Hoje esses débitos são corrigidos pelo IGP-DI mais uma taxa fixa de 6% para a maioria dos governos. No caso de São Paulo, porém, ela chega a 9%. O governo federal concorda em trocar esse índice por um outro que tenha a taxa Selic como referência.

Para atrair investimentos e gerar empregos e renda nos seus territórios, os governadores concedem, há décadas, incentivos fiscais sem prévia aprovação do Confaz. O STF já disse, em várias decisões passadas, que os incentivos e benefícios do ICMS concedidos nessas condições são inconstitucionais. Mesmo assim, os governadores prosseguiram na prática. Os ministros do STF decidiram, então, fazer uma súmula vinculante para deixar claro que benefício sem autorização do Confaz é inconstitucional.

A disputa entre os Estados no STF teve reflexo, inclusive nas eleições municipais deste ano. Este foi o caso de São Paulo e Amazonas. O governador Geraldo Alckmin (PSDB) entrou com ação no Supremo contra incentivos concedidos pela Zona Franca de Manaus em plena campanha do primeiro turno. O prefeito eleito — à época porito, segundo as pesquisas — capital do Amazonas, o também tucano Artur Virgílio Neto, ameaçou até se desfiliar do partido.

Antes, o governo do Amazonas já havia recorrido ao STF, por meio de uma Ação Direta de Inconstitucionalidade (Adin) contra a redução do ICMS que o Estado de São Paulo pretendia conceder a uma empresa montadora de tablets: ganhou uma liminar e a decisão foi comemorada em Manaus. Nesse clima, avalia-se no Palácio do Planalto que, para não perder os dedos, os governadores podem entre- gar os anéis.

**Tributação** Estados reduzem transferências para equilibrar contas

# MG e PR apertam regras na venda de crédito de ICMS

Marta Watanabe  
De São Paulo

Com o intuito de equilibrar as contas, alguns Estados, como Minas Gerais e Paraná, começaram a apertar mais a autorização para as empresas utilizarem os créditos acumulados do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) gerados principalmente com a exportação.

Em Minas Gerais, a Secretaria da Fazenda baixou em setembro o limite global de uso e transferência de créditos de ICMS para total de R\$ 10 milhões mensais. Em agosto o limite era de R\$ 20 milhões mensais, valor considerado baixo para um Estado com a segunda maior arrecadação de ICMS do país, ficando atrás apenas de São Paulo.

Além disso, em agosto, decreto do governo mineiro restringiu o uso dos créditos para a compra de tratores e caminhões. Segundo o economista Sérgio Gilberto, da Classe Assessoria Tributária, um cliente do ramo de fertilizantes, que tinha crédito de R\$ 30 milhões para utilização, ficou com apenas R\$ 2 milhões disponíveis para a compra de caminhões, pelos critérios do novo decreto. Gilberto diz que atualmente as indústrias só podem usar os créditos gerados em Minas para adquirir caminhões. Antes, as indústrias podiam usar também os créditos gerados em outros Estados.

Com um pouco mais que a metade da arrecadação mineira, a Fazenda paranaense diz que aprovou a utilização de uma média mensal de R\$ 37 milhões em créditos acumulados de ICMS de exportação em 2012. O valor é maior que os R\$ 12 milhões mensais habilitados no ano passado, mas ainda está abaixo dos R\$ 51 milhões mensais que o Estado aprovou em 2010. "Não podemos habilitar tudo de uma vez para não termos

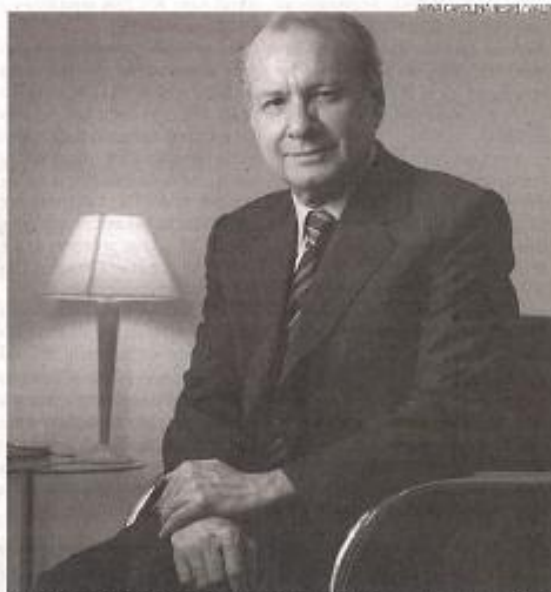
problemas com o caixa", argumenta Clóvis Rogge, diretor-geral da Secretaria da Fazenda paranaense.

Clóvis Panzarini, ex-coordenador de assuntos tributários da Secretaria da Fazenda de São Paulo, diz que dificultar o uso de créditos pelas empresas é uma forma utilizada pelos Estados para fechar os números da arrecadação do ICMS em patamar um pouco maior. Ao permitir às empresas o aproveitamento dos créditos, o recolhimento do imposto diminui.

Para as empresas, o crédito de ICMS, enquanto não utilizado, vira custo. E os Estados não permitem atualização monetária dos créditos. Ou seja, quanto mais tempo as empresas demoram para usar, mais acabam perdendo.

O ICMS é pago pelas empresas pelo sistema de débito e crédito. Ao calcular o imposto devido sobre os produtos que vende, a empresa desconta o ICMS pago na compra de insumos. Em alguns casos, como as exportações, nas quais não se paga o imposto, os exportadores tendem a ficar sem débitos suficientes para utilizar os créditos do mês. Assim, ficam com créditos acumulados. Os Estados permitem que as empresas transfiram esses créditos para outras companhias ou usem esse imposto acumulado para compra de bens. É exatamente essa transferência que tem sido alvo de restrições.

Gilberto Silva Ramos, subsecretário da Receita Estadual de Minas, diz que o governo mineiro sempre foi um dos mais liberais na transferência de créditos acumulados de ICMS. "Mas é preciso fazer uma equalização de receitas. Nossa arrecadação está crescendo mais do que a de outros Estados, mas está abaixo do que se esperava." Ramos cita também outros fatores que tiraram o fôlego do crescimento de receitas em Minas, como os reflexos



Clóvis Panzarini: Estados costumam fazer restrições para melhorar receitas

das reduções de alíquotas de IPI pelo governo federal.

O subsecretário de Minas argumenta que as transferências de créditos de ICMS entre empresas no Estado ainda continuam altas. As transferências entre empresas, diz, somaram R\$ 188 milhões em 2011 e neste ano, até outubro, R\$ 150 milhões. Ramos diz que Minas realmente está dando prioridade aos créditos gerados dentro de Minas. Segundo ele, não há certeza de que o Estado torne mais flexíveis as regras para a transferência de créditos no curto prazo. "Estamos estabelecendo as metas para 2013. Há uma expectativa de melhoria do cenário econômico, mas ainda há muita insegurança."

No Orçamento em vigor este ano, a previsão de arrecadação de ICMS de Minas Gerais é de R\$ 31,5 bilhões, valor que o go-

verno diz que alcançará, mas a meta com que o governo trabalhava era maior, de R\$ 32,1 bilhões. Entre janeiro e agosto, o Estado registrou uma receita de ICMS de R\$ 20,4 bilhões, aumento de 10,7% em relação ao mesmo período do ano passado.

No Paraná, diz Rogge, a arrecadação de ICMS deve cumprir o desempenho previsto pelo governo, mas o problema está nas despesas. "O crescimento do ICMS está bom, mas enquanto as despesas sobem de elevador, as receitas vão de escada", diz.

De acordo com dados do relatório de execução orçamentária do Estado, a receita de ICMS paranaense teve elevação de 15,3% nominais até agosto na comparação com o mesmo período do ano passado. As despesas correntes, porém, subiram 17,5%.

## ANEXO B – FATORES DE RISCO APRESENTADOS PELAS COMPANHIAS ANALISADAS

### 1. VIA VAREJO S.A.

<b>C.N.P.J.:</b>	33.041.260/0652-90	<b>Códigos de Negociação:</b>	VVAR3
<b>Site:</b>	www.globex.com.br/ri	<b>Segmento:</b>	N/A
<b>Subsetor Nível 1:</b>	Comércio	<b>Subsetor Nível 2:</b>	Eletrodomésticos
<b>Receita Líquida (R\$ mil):</b>	21.016.716	<b>Participação Relativa %:</b>	21,14

**Atividade Principal:** Importação, exportação, comércio e indústria de utilidades eletrodomésticas e de produtos manufaturados, semimanufaturados e matérias primas, materiais secundários e material de construção.

Possibilidade de não renovar ou manter os contratos de locação das lojas.  
 Vendas dependentes da eficácia de programas de propaganda e marketing.  
 Divulgação não autorizada de informações dos consumidores por meio da violação dos sistemas de computadores ou de qualquer outra forma  
 Exposição aos riscos relativos a empréstimos e financiamento ao cliente.  
 Dependência do sistema de transporte e da infraestrutura para entregar os produtos em lojas e aos clientes.  
 Controle acionário detido por três grupos de acionistas.  
 Possibilidade de mudança no controle.  
 Possível necessidade de capital adicional no futuro, a ser obtido mediante a emissão de valores mobiliários, o que poderá resultar em uma diluição da participação dos acionistas em nosso capital social.

**Fatores de Risco:**

A volatilidade e a falta de liquidez do mercado brasileiro de valores mobiliários poderão limitar substancialmente a capacidade dos acionistas de venderem nossas ações pelo preço e ocasião que desejam.

Pertencer a um grupo econômico no qual participam outras sociedades operacionais que são ou poderão ser parte em processos judiciais nos quais a empresa poderá ser solidária ou subsidiariamente responsável.

Concorrência significativa, o que pode afetar negativamente a participação de mercado da companhia e o seu lucro líquido.

O setor do varejo é sensível a reduções do poder aquisitivo dos consumidores e a ciclos econômicos

Sujeição à legislação e regulamentação ambiental

Instituições financeiras no Brasil, inclusive a subsidiária da empresa FIC, estão sujeitas a mudanças regulatórias por parte do Banco Central.

O governo brasileiro tem exercido historicamente e continua a exercer influência significativa sobre a economia do país. As condições políticas e econômicas do Brasil podem afetar negativamente a Companhia.

Os esforços do governo brasileiro para combater a inflação poderão dificultar o crescimento da economia do país e prejudicar a Companhia.

---

**Fatores de Risco:**

A instabilidade da taxa de câmbio poderá ter efeito substancial negativo sobre a economia brasileira e sobre a Companhia.

Os desdobramentos e a percepção de risco em outros países poderão afetar negativamente o negócio e o preço de mercado das ações da Companhia.

---

Transformação das operações contratadas em moeda estrangeira para percentual da taxa de depósito interbancário ("Taxa DI").

Comparação das obrigações de pagamento decorrentes de operações contratadas pela Companhia em moeda estrangeira ao percentual da Taxa DI, de modo a possibilitar a visualização das obrigações de pagamento em moeda estrangeira decorrentes das referidas operações como sendo uma variação da Taxa DI.

Associação de um contrato de swap a cada contrato celebrado em moeda estrangeira, de modo que suas respectivas remunerações sejam próximas, ou seja a remuneração do contrato de swap, indexada à variação de um percentual da Taxa DI.

**Políticas de Gerenciamento:**

Utilização de Contratos de swap de taxas de juros e taxas de câmbio no mercado local são como instrumentos de proteção patrimonial.

O Conselho de Administração é responsável por restringir a exposição a riscos, enquanto a Diretoria é responsável por gerenciar tal exposição, de acordo com os limites e critérios estabelecidos na política de captação e aplicação de recursos, assim como de utilização de instrumentos de proteção patrimonial.

Estrutura de controles internos que avalia anualmente os riscos e controles inerentes a todos os processos que possam impactar financeiramente a Companhia. Além disso, a Diretoria Financeira monitora constantemente o cumprimento da política de exposição a riscos, mencionada acima.

---

## 2. LOJAS AMERICANAS S.A.

<b>C.N.P.J.:</b>	33.014.556/0001-96	<b>Códigos de Negociação:</b>	LAME3; LAME4
<b>Site:</b>	http://ri.lasa.com.br	<b>Segmento:</b>	N/A
<b>Subsetor Nível 1:</b>	Comércio	<b>Subsetor Nível 2:</b>	Produtos Diversos
<b>Receita Líquida (R\$ mil):</b>	10.201.624	<b>Participação Relativa %:</b>	10,26

### Atividade Principal:

Comércio em geral, inclusive supermercado e lanchonete, lojas de conveniência no varejo e no atacado, através de lojas e depósitos de quaisquer mercadorias, bem como a realização de serviços.

### Fatores de Risco:

Dificuldade de previsão exata das receitas.

Flutuações sazonais das receitas do emissor.

Concorrência e consolidação do setor de varejo no Brasil.

Impossibilidade/dificuldade de manutenção dos atuais e/ou não celebração de novos contratos de Locação.

Os estabelecimentos – lojas e centros de distribuição e escritórios – estão sujeitos à ocorrência de sinistros que, mesmo que indenizáveis, podem comprometer suas operações.

Decisões desfavoráveis em processos judiciais e administrativos.

Os interesses dos acionistas controladores podem conflitar com os dos demais acionistas.

A volatilidade e a falta de liquidez do mercado brasileiro de valores mobiliários.

Os titulares de Ações poderão não receber dividendos.

A diluição da participação acionária em razão de uma eventual oferta de ações.

Condições de qualidade dos fornecedores assim como a regularidade fiscal dos mesmos. Na hipótese de os fornecedores regulares deixarem de cumprir tais critérios, corre-se o risco de desabastecimento de produtos, até que seja possível substituí-los.

Interrupções ou falhas de sistema poderão afetar as vendas e/ou o abastecimento das lojas.

Efeitos da instabilidade econômica sobre os consumidores.

Impactos adversos relacionados ao resultado de suas controladas.

Sujeição aos efeitos da política econômica praticada pelo Governo Federal.

Elevação das Taxas de Inflação e da Política Anti-inflacionária.

Mudança nas políticas praticadas por operadoras de cartões de crédito que impossibilitem ou dificultem a disponibilização desse meio de pagamento aos clientes do setor de varejo, poderá afetar adversamente as receitas e condições financeiras da Companhia.

Volatilidade nos mercados de capitais da América Latina e de outros países emergentes poderá ter um impacto negativo na economia brasileira e nos negócios da Companhia.

As condições econômicas e de mercado de outros países de economia emergente, principalmente dos países latino-americanos, influenciam o mercado de títulos e valores mobiliários emitidos por empresas brasileiras.

---

Utilização de derivativos tais como swaps tradicionais e contratos futuros de dólar.

Acompanhamento ativo do descasamento de taxas, moedas e prazos entre ativos e passivos.

A Companhia e suas controladas mantêm a totalidade da sua dívida e das suas disponibilidades indexadas à variação do CDI.

**Políticas de Gerenciamento:**

A Companhia utiliza derivativos tais como swaps tradicionais e contratos futuros de dólar com o propósito de anular perdas cambiais decorrentes de desvalorizações acentuadas do Real (R\$) perante estas captações de recursos em moedas estrangeiras (hedge perfeito).

A Companhia e controladas utilizam instrumentos de proteção para minimizar sua exposição aos riscos de mercado, com base em seu monitoramento sob gestão de seus diretores supervisionada pelo Conselho de Administração. Essa gestão determina as estratégias a serem adotadas e a Administração contrata instrumentos de proteção adequados a cada circunstância e riscos inerentes.

A Companhia, por sua Diretoria e Conselho de Administração, monitora o cumprimento das políticas de gerenciamento de riscos de toda a estrutura multidisciplinar da Organização.

---

### 3. WHIRLPOOL S.A.

<b>C.N.P.J.:</b>	59.105.999/0001-86	<b>Códigos de Negociação:</b>	WHRL3; WHRL4
<b>Site:</b>	www.whirlpool.com.br	<b>Segmento:</b>	N/A
<b>Subsetor Nível 1:</b>	Comércio	<b>Subsetor Nível 2:</b>	Eletrrodomésticos
<b>Receita Líquida (R\$ mil):</b>	7.645.334	<b>Participação Relativa %:</b>	7,51
<b>Atividade Principal:</b>	Fabricação e comercialização de eletrodomésticos e compressores		

Mudanças nas condições econômicas podem afetar adversamente a demanda pelos produtos da Companhia.

A eventual incapacidade de controlar eficazmente os custos e melhorias de produtividade pode afetar os lucros da Companhia.

A eventual incapacidade de fornecer alta qualidade e produtos inovadores poderia afetar adversamente a capacidade de manter ou aumentar vendas da Companhia e as receitas e resultados financeiros em geral.

O sucesso da companhia depende da sua capacidade de antecipar mudanças nas preferências dos clientes e em desenvolver novos produtos e executar lançamentos de sucesso em resposta a tais mudanças.

Os resultados futuros e a capacidade de manter ou melhorar a posição competitiva da Companhia depende da sua capacidade de avaliar a direção dos mercados e, em tempo oportuno, identificar, desenvolver, fabricar, comercializar e vender produtos novos e adequados a estes mercados em mudança.

A incapacidade de obter ou proteger adequadamente as marcas, patentes, produtos ou novas funcionalidades dos produtos e processos da Companhia pode diminuir a sua competitividade.

A capacidade da Companhia em atrair, desenvolver e reter funcionários talentosos é crucial para o resultado das operações e seu crescimento futuro.

Resultados desfavoráveis de processos legais podem afetar negativamente os negócios e desempenho financeiro da Companhia.

A deterioração das relações de trabalho pode afetar negativamente o negócio.

Responsabilidade do produto e custos de retirada de produtos pode afetar negativamente os negócios e desempenho financeiro da Companhia.

Sujeição a falhas nos sistemas de tecnologia da informação, interrupções e falhas na rede de segurança de dados, que podem afetar substancialmente as operações, condição financeira e resultados operacionais da Companhia.

Os interesses do Acionista Controlador podem ser conflitantes com os interesses dos acionistas minoritários da Companhia.

A volatilidade e a falta de liquidez do mercado brasileiro de valores mobiliários poderão limitar substancialmente a capacidade dos investidores de vender as Ações pelo preço e ocasião que desejam.

Flutuações e volatilidade dos custos de matérias-primas e componentes comprados podem afetar adversamente os lucros da Companhia.

A capacidade dos fornecedores para entregar peças, componentes e equipamentos para fabricação dos produtos, incluindo a capacidade da Companhia de produção sem interrupção, poderia afetar o desempenho empresarial da Organização.

#### Fatores de Risco:



---

**Fatores de Risco:**

A perda ou diminuição substancial nas vendas de alguns dos principais clientes comerciais da Companhia pode afetar adversamente a performance financeira.

A capacidade de competir com sucesso num ambiente altamente competitivo é fundamental para o desempenho do negócio da Companhia.

Mudanças no ambiente legal e regulatório pode limitar as atividades da empresa, aumentar os custos operacionais, reduzir a demanda por seus produtos ou resultar em processos judiciais.

Mudanças nas taxas de câmbio das moedas funcionais das operações estrangeiras afetam o valor das receitas e lucro em Reais da Companhia.

A Companhia enfrenta inúmeros riscos associados com a realização de operações internacionais, que podem afetar negativamente o seu desempenho financeiro.

A Companhia está exposta a flutuações de taxas de câmbio, taxa de juros e de preços de commodities que podem afetar o resultado operacional e financeiro.

---

**Políticas de Gerenciamento:**

A Companhia possui uma política global sobre operações com derivativos determinada por sua Controladora, a qual requer aprovação da Administração da Controladora para contratação destas operações.

De acordo com a política da Companhia, todas as operações envolvendo derivativos devem estar dentro de um limite de exposição líquida baseada em projeções futuras de exportação e importação da Companhia e da posição atual de Balanço (Contas a Receber e a Pagar).

A Companhia possui área específica e dedicada para, diariamente, monitorar e avaliar a exposição consolidada de forma a acompanhar os resultados financeiros e o impacto no fluxo de caixa, bem como para garantir que os objetivos traçados inicialmente sejam atingidos. O resultado das operações de derivativos é apresentado a Diretoria mensalmente através de relatórios.

Para proteger-se do risco da variação cambial associado aos contratos assumidos, remessas e recebimentos futuros, a companhia utiliza: ACE (Adiantamento sobre Cambiais Entregues) e Contrato Futuro de Moeda *NDF* (“*Non Deliverable Forward*” Asiáticos e “*Plain Vanilla*”).

A Companhia se protege da variação de preços de “commodities”, principalmente cobre e alumínio, por meio de contratos de Termo de Mercadorias (Asiático).

---

#### 4. NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.

<b>C.N.P.J.:</b>	00.108.786/0001-65	<b>Códigos de Negociação:</b>	NETC3; NETC4
<b>Site:</b>	www.ri.netservicos.com.br	<b>Segmento:</b>	N2
<b>Subsetor Nível 1:</b>	Mídia	<b>Subsetor Nível 2:</b>	Prod. e Dif. de Filmes e Programa
<b>Receita Líquida (R\$ mil):</b>	6.695.885	<b>Participação Relativa %:</b>	6,73
<b>Atividade Principal:</b>	Multi-operadora de serviços via cabo de TV por assinatura, vídeo digital, vídeo em alta definição, banda larga e voz.		

A Companhia opera seus sistemas de cabo sob licenças não exclusivas e o setor no qual atua é altamente competitivo. Assim, um aumento na sobreposição e/ou concorrência poderá ter um impacto adverso sobre os negócios e resultados operacionais da empresa.

Talvez a companhia não possa continuar cobrando seus clientes pelo custo de equipamentos relacionados a mais de um ponto de Televisão por assinatura por domicílio.

A Companhia pode não conseguir acompanhar os desenvolvimentos em tecnologia.

O aumento das taxas de desconexão ("churn") poderão afetar de forma negativa as receitas e lucratividade da Companhia.

Aumentos dos custos de programação poderão afetar de modo adverso o fluxo de caixa e margens operacionais da Companhia.

Sujeição a despesas adicionais substanciais sobre a rede, o que teria um importante impacto adverso sobre os resultados operacionais da empresa.

A pirataria poderá afetar negativamente as receitas da Companhia.

Dependência do serviço de terceiros em determinadas vendas e atendimento ao consumidor.

#### Fatores de Risco:

Dependência de fornecedores e vendedores fundamentais para prover o equipamento necessário para operar nosso negócio.

Eventos imprevistos poderão interferir a capacidade de prestação de serviços.

Uma falha na rede e sistemas de informação poderia perturbar significativamente as operações da empresa, o que poderia ter um efeito material adverso nas operações, sobre os negócios, resultados de operações e condições financeiras da Companhia.

Aumentos significativos e imprevistos no uso de serviços de alto consumo de banda larga baseados na Internet poderão aumentar os custos da empresa.

Sujeição a uma extensa regulamentação governamental, e mudanças em tal regulamentação poderão afetar negativamente as operações da Companhia.

A porção dos negócios da companhia relativa ao acesso à Internet está sujeita a uma variedade de fatores que poderiam afetar negativamente seu crescimento e desempenho.

A Empresa e suas subsidiárias são parte de vários processos de natureza legal ocorridos no decorrer regular de suas atividades. Caso os resultados desses processos sejam desfavoráveis, o fluxo de caixa poderá ser afetado de forma substancial e negativa.

---

	<p>A Companhia pode estar sujeita a impostos adicionais substanciais sobre a rede, o que terá um importante impacto adverso sobre os negócios e resultados operacionais da companhia.</p> <p>Os acionistas controladores da companhia controlam a maioria das transações empresariais, e os interesses deles podem diferir dos interesses dos seus investidores.</p> <p>Dependência de membros-chave da diretoria. Qualquer dificuldade em contratar novos diretores poderá afetar de modo adverso a capacidade da Companhia operar seus negócios.</p> <p>As aquisições podem ser difíceis de integrar, ou ter efeitos negativos sobre o resultado operacional da companhia.</p> <p>Condições econômicas deterioradas e turbulência nos mercados financeiros podem representar impacto negativo sobre a capacidade da Companhia em atrair novos assinantes, aumentar tarifas e manter ou aumentar o faturamento.</p> <p>Um declínio ou maior volatilidade na economia brasileira ou a desvalorização do real poderão afetar de forma negativa as receitas, fluxos de caixa e lucratividade da empresa.</p> <p>As condições políticas e econômicas brasileiras tem um impacto direto sobre os negócios da empresa, e o governo brasileiro exerceu, e continua a exercer, uma substancial influência sobre a economia brasileira.</p> <p>A inflação poderá elevar os custos da Companhia, contribuir significativamente para incertezas econômicas no Brasil e ocasionar um aumento de volatilidade nos mercados brasileiros de valores mobiliários.</p> <p>Alegações de corrupção política contra o governo federal brasileiro poderão criar instabilidade econômica e política.</p> <p>As ações preferenciais não dão direito aos investidores de receberem um dividendo fixo ou mínimo.</p> <p>Exposição à moeda estrangeira dá origem a riscos de mercado associados a movimentos da taxa de câmbio em relação ao dólar norte-americano.</p> <p>O risco de taxa de juros é o efeito nos resultados financeiros de um aumento nas taxas de juros sobre a dívida da Companhia à taxa flutuante indexada ao CDI ou TJLP</p> <p>Os instrumentos financeiros que sujeitam a Companhia a riscos de crédito são representados, principalmente, pelo caixa e equivalentes de caixa e contas a receber.</p> <p>Risco de liquidez representa o risco de encurtamento nos recursos destinados para pagamento de dívidas da Companhia.</p>
<b>Fatores de Risco:</b>	

---

	<p>A Companhia utiliza instrumentos financeiros derivativos para minimizar sua exposição a esses riscos de mercado.</p> <p>A Companhia conta com um Comitê de Gestão de Risco de Mercado – CGRM - que é responsável pelo acompanhamento dos principais indicadores de risco financeiro.</p> <p>A Companhia possui como parte de sua estrutura de Governança, um Comitê Financeiro que é um órgão consultivo do Conselho de Administração.</p>
<b>Políticas de Gerenciamento:</b>	

---

---

A Companhia busca proteção ao risco cambial, que possam impactar o caixa no curto e médio prazo, tendo como estratégia de proteção patrimonial o hedge dos juros das dívidas em dólar, com um horizonte de até 36 meses de proteção patrimonial.

**Políticas de Gerenciamento:**

Conforme política interna, o resultado financeiro da Companhia deve ser oriundo da geração de caixa operacional e não de ganhos no mercado financeiro. Os resultados obtidos pela aplicação dos controles internos para o gerenciamento dos riscos foram satisfatórios aos objetivos propostos.

---

## 5. MAGAZINE LUIZA S.A.

<b>C.N.P.J.:</b>	47.960.950/0001-21	<b>Códigos de Negociação:</b>	MGLU3
<b>Site:</b>	www.magazineluiza.com.br	<b>Segmento:</b>	NM
<b>Subsetor Nível 1:</b>	Comércio	<b>Subsetor Nível 2:</b>	Eletrrodomésticos
<b>Receita Líquida (R\$ mil):</b>	6.419.371	<b>Participação Relativa %:</b>	6,46
<b>Atividade Principal:</b>	Comercialização de bens duráveis		

Caso não consiga manter sua cultura organizacional durante a expansão, as operações da Companhia poderão ser adversamente afetadas.

Problemas em sistemas de tecnologia da informação, ou a incapacidade de acompanhar a velocidade do desenvolvimento da tecnologia, poderão impactar adversamente as operações da empresa e o seu controle de estoque.

A Companhia pode enfrentar dificuldades em inaugurar novas lojas ou realizar aquisições com sucesso.

Caso a Companhia não implemente totalmente sua estratégia de crescimento, as operações poderão ser adversamente afetadas.

A Companhia poderá precisar de recursos adicionais e ocasionar uma queda no desempenho das lojas existentes em decorrência de nossa estratégia de crescimento.

Uma redução nas vendas a prazo pode afetar adversamente os resultados da empresa.

A eventual perda de membros da alta administração e/ou a incapacidade de atrair e manter diretores qualificados pode causar um efeito adverso sobre as atividades, situação financeira e resultados operacionais da Companhia.

### Fatores de Risco:

Falha no sistema de segurança com relação à proteção de informações confidenciais de clientes e da rede da empresa poderá prejudicar a reputação da marca da Companhia e afetar substancialmente os negócios e os resultados das operações.

Falha na avaliação dos riscos associados a fraudes de cartões de crédito poderá vir a prejudicar a reputação da empresa e da sua marca, afetando adversamente os negócios e os resultados das operações da Companhia.

Historicamente, os resultados das operações da empresa refletem o efeito da sazonalidade das vendas dos seus produtos e podem ser afetados adversamente em decorrência destas variações.

A Companhia enfrenta riscos relacionados aos seus centros de distribuição.

Perdas não cobertas pelos seguros contratados podem resultar em prejuízos para a empresa, o que poderá gerar efeitos adversos sobre seus negócios.

A gestão da empresa é fortemente influenciada pelos acionistas controladores.

Os interesses dos atuais acionistas controladores podem ser conflitantes com os interesses dos demais acionistas da Companhia.

A Companhia poderá ter que captar recursos adicionais por meio da emissão de valores mobiliários, o que poderá resultar em uma diluição da participação do investidor no capital social.

Os titulares das ações da Companhia podem não receber dividendos.

O resultado financeiro da empresa pode ser negativamente afetado caso o desempenho de suas controladas seja, de alguma forma, prejudicado.

---

**Fatores de Risco:**

A Companhia está exposta a riscos relacionados ao financiamento e empréstimos para seus clientes.

O setor de varejo no Brasil é altamente competitivo, o que pode afetar adversamente a participação no mercado e a receita líquida da Companhia.

O setor de varejo é sensível a diminuições no poder de compra do consumidor e a ciclos econômicos desfavoráveis.

Dependência do sistema de transportes e infra-estrutura das cidades em que estão localizados os centros de distribuição para a entrega das mercadorias nas lojas da empresa.

As instituições financeiras no Brasil, inclusive a subsidiária da Companhia Luizacred, estão sujeitas de forma extensiva e contínua a diversas revisões na regulamentação por parte do Banco Central.

Regulamentações monetárias impostas pelo Governo Federal podem afetar a Companhia adversamente.

A Empresa pode ser obrigada a arcar com prejuízos ou restrições em suas atividades decorrentes de eventual insolvência da controlada Luizaseg Seguros S.A.

A influência do Governo Brasileiro sobre a economia, bem como a conjuntura econômica e a política brasileira, poderão causar um efeito adverso relevante nas atividades da Companhia.

Não é possível garantir que a Companhia será capaz de compensar os efeitos de alguma possível inflação no futuro em sua estrutura de custos, por meio do repasse do aumento dos custos decorrentes da inflação para os preços cobrados de seus clientes em valores suficientes e prazo hábil para cobrir um eventual aumento dos custos operacionais, o que, não ocorrendo, poderá diminuir as margens líquidas e operacionais da empresa.

Uma política anti-inflacionária adotada pelo Governo Federal poderá resultar em redução do nível de atividade econômica e poder aquisitivo da população, além da falta de crédito disponível no mercado, gerando consequências negativas para os negócios da Companhia.

As depreciações do Real em relação ao Dólar podem criar pressões inflacionárias adicionais no Brasil e acarretar aumentos das taxas de juros, podendo afetar de modo negativo a economia brasileira como um todo e os resultados operacionais da Companhia, por conta da retração no consumo e aumento de dos custos.

---

**Políticas de Gerenciamento:**

Como estratégia de gerenciamento de riscos relacionados à flutuação das taxas de câmbio, a companhia poderá usar diversos instrumentos de derivativos como *swaps*, *non deliverable forward* (contrato a termo de moeda sem entrega física) e opções.

A gestão de riscos da empresa tem como princípio a proteção a fim de afastar eventuais riscos financeiros que possam ser adicionados aos nossos negócios, fazendo uso de instrumentos financeiros exclusivamente para hedge de itens financeiros.

As operações de swap são o principal instrumento financeiro da empresa para proteção contra riscos relacionados à flutuação das taxas de câmbio a que está sujeita em razão de contratos firmados para repasses de recursos externos.

O Comitê de Auditoria e Riscos e o Comitê de Finanças da Companhia atuam no gerenciamento de riscos corporativos estratégicos, assessorando o Conselho de Administração da Companhia.

---

---

**Políticas de Gerenciamento:**

A administração da Companhia monitora e avalia, por meios considerados por ela adequados, se as operações efetuadas estão de acordo com as políticas adotadas.

---

## 6. DUFRY A.G.

<b>C.N.P.J.:</b>	11.423.623/0001-93	<b>Códigos de Negociação:</b>	DAGB11
<b>Site:</b>	www.dufry.com	<b>Segmento:</b>	N/A
<b>Subsetor Nível 1:</b>	Comércio	<b>Subsetor Nível 2:</b>	Produtos Diversos
<b>Receita Líquida (R\$ mil):</b>	5.009.541	<b>Participação Relativa %:</b>	5,04

**Atividade Principal:** Adquirir, deter, administrar continuamente, vender e financiar participações em companhias de todos os tipos na Suíça e no exterior.

A Companhia poderá não conseguir implementar sua estratégia de crescimento ou integrar novas concessões ou futuras aquisições ao negócio.

A capacidade da empresa para obter empréstimos junto a bancos e captar recursos no mercado de capitais pode ser prejudicada por uma crise financeira em uma determinada região geográfica, atividade ou setor econômico.

O sucesso da Companhia depende da sua capacidade para atrair e reter pessoal qualificado.

A Companhia não tem acionistas que detenham individualmente o poder de controle sobre seu capital, o que pode tornar a Companhia suscetível a instabilidades e mudanças no curso de suas atividades, alianças e ou conflitos entre acionistas, assim como a outros eventos originados da ausência de um acionista controlador e ou grupo de controle.

O preço de mercado das Ações ou BDRs da companhia pode ser altamente volátil ou diminuir abruptamente.

A situação econômica e política do Brasil podem ter efeitos importantes sobre o preço de mercado das Ações ou dos BDRs da companhia, respectivamente.

A companhia trata-se de empresa estrangeira sujeita à legislação estrangeira que difere em muitos aspectos da Lei das Sociedades por Ações. A CVM pode não ter condições de supervisionar as atividades da companhia ou fazer valer suas decisões contra ela.

### Fatores de Risco:

A empresa é uma companhia com sede na Suíça e os detentores de seus BDRs podem enfrentar dificuldades ao executar sentenças contra a Companhia

A empresa pode decidir deixar de ser uma companhia registrada na CVM para a negociação de BDRs e cancelar o registro para negociação de seus BDRs na BM&FBOVESPA.

A Instituição Depositária dos BDRs não será responsabilizada caso considere ilícito ou inviável estender uma distribuição a qualquer detentor de BDRs. A Companhia não tem nenhuma obrigação de registrar BDRs, ações, direitos ou outros valores mobiliários nos termos da legislação brasileira.

A rescisão do contrato de depósito pode resultar em riscos aos detentores de BDR.

Há limitações na responsabilidade da companhia e da Instituição Depositária segundo o contrato de depósito.

Detentores de BDRs podem encontrar dificuldades de exercer seus direitos.

A atual regulamentação da BM&FBOVESPA não permite que companhias estrangeiras, adiram às normas de governança corporativa da BM&FBOVESPA, conseqüentemente os titulares de BDRs da companhia não se beneficiarão dos padrões de governança corporativa estabelecidos pelos regulamentos aplicáveis da BM&FBOVESPA.



---

A companhia pode acordar com a Instituição Depositária dos BDRs a alteração do Contrato de Depósito e dos direitos dos BDRs sem o consentimento dos titulares de BDRs.

A Companhia depende de seus parceiros locais.

A empresa conta com um número limitado de fornecedores.

A Companhia pode não ser capaz de prever com precisão ou atender as preferências e demandas de seus clientes.

As restrições relativas às vendas duty-free de fumos e produtos relacionados poderão afetar as vendas desses produtos

O setor de varejo é altamente competitivo.

Os acontecimentos que estão fora de seu controle e que podem causar redução no tráfego de rotas aéreas e marítimas, incluindo, mas não se limitando, a ataques terroristas e a crises econômicas, podem trazer efeitos adversos às atividades da empresa.

**Fatores de Risco:**

As condições globais da economia e do mercado podem afetar negativamente os resultados da companhia.

As lojas da empresa são operadas através de contratos de concessão sujeitos a revogações, e a perda de concessões poderia afetar negativamente as receitas e os negócios da companhia.

As políticas tributárias referentes a produtos nos países nos quais a empresa atua podem ser alteradas.

A competição pelas concessões no mercado de varejo relacionado a viagens pode causar ônus aos varejistas.

As operações da empresa em países emergentes expõem-lhe a riscos inerentes aos mercados menos desenvolvidos.

Qualquer variação no valor da moeda nacional em relação ao dólar americano ou ao franco suíço pode afetar os negócios da empresa, situação financeira e resultado operacional no Brasil.

Aumentos e diminuições no valor do franco suíço perante outras moedas podem afetar as demonstrações financeiras consolidadas da companhia.

---

A Companhia utiliza diferentes tipos de instrumentos financeiros derivativos destinados a gerenciar a sua exposição ao risco cambial, como contratos de câmbio a termo, swaps de moeda estrangeira e opções simples de balcão.

**Políticas de Gerenciamento:**

A empresa gerencia os riscos relacionados às taxas de juros através de swaps e opções de taxas de juros, caso não seja possível implantar hedges através da gestão da duração dos empréstimos.

A tesouraria da companhia gerencia os superávits ou os déficits de fluxos de caixa das operações locais por meio de transações na moeda local ou funcional da operação.

Grandes desequilíbrios nas principais moedas da Companhia são eliminados através de negociações à vista.

---

---

**Políticas de Gerenciamento:**

A empresa implantou políticas para garantir que outras formas de vendas, que não à vista ou a cartão de crédito, de produtos e serviços sejam efetuadas apenas a clientes com histórico de crédito adequado ou quando o risco de crédito esteja devidamente segurado.

A Companhia reduz o risco de liquidez através de linhas de crédito concedidas por instituições altamente conceituadas.

O gerenciamento de risco da empresa é realizado de forma centralizada por sua equipe no centro de operações da Basileia.

De acordo com o artigo 663b do Código de Obrigações da Suíça, o Conselho de Administração da Companhia analisou e avaliou as suas áreas de risco a cada ano e, quando necessário, atualizou os principais controles realizados para garantir um monitoramento de risco adequado.

---

## 7. B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO

<b>C.N.P.J.:</b>	00.776.574/0001-56	<b>Códigos de Negociação:</b>	BTOW3
<b>Site:</b>	www.b2winc.com	<b>Segmento:</b>	NM
<b>Subsetor Nível 1:</b>	Comércio	<b>Subsetor Nível 2:</b>	Produtos Diversos
<b>Receita Líquida (R\$ mil):</b>	4.232.137	<b>Participação Relativa %:</b>	4,26

**Atividade Principal:** Comércio varejista e atacadista em geral de quaisquer bens e serviços através de diversos meios em especial da Internet, sem restrição a outros meios.

Dificuldade de previsão exata das receitas.

Flutuações sazonais das receitas do emissor.

Os pequenos varejistas frequentemente têm acesso a mercadorias provenientes de canais de distribuição informais, a preços mais baixos do que aqueles cobrados pelas indústrias e lojas que integram o sistema formal de abastecimento do mercado de varejo em geral.

A consolidação do varejo no Brasil pode resultar em maiores e mais sofisticados concorrentes, com um poder de barganha crescente, capazes de operar com estoques reduzidos e de resistir a aumento de preços, o que pode possibilitar a prática de preços menores e programas de promoção mais agressivos.

Na hipótese dos fornecedores regulares deixarem de cumprir critérios de qualidade ou de regularidade fiscal, a empresa corre o risco de desabastecimento de produtos até que seja possível substituí-los.

O desabastecimento pode, ainda, decorrer de os fornecedores não terem condições de suprir a companhia de mercadorias nos volumes e prazos demandados.

**Fatores de Risco:**

Não é possível garantir que os fornecedores continuarão a vender seus produtos nas condições atuais ou que o emissor será capaz de estabelecer novos relacionamentos com fornecedores ou estender os relacionamentos existentes com o intuito de garantir o acesso a produtos de modo ágil e em termos comerciais aceitáveis.

A companhia depende da prestação de serviços logísticos de terceiros, tais como os Correios e empresas de courier regionais, para a entrega das mercadorias, e uma falha ou paralisação na prestação destes serviços poderá prejudicar o atendimento aos pedidos dos clientes.

Decisões desfavoráveis à empresa em processos judiciais e administrativos.

Os interesses do acionista controlador podem conflitar com os dos demais acionistas.

A volatilidade e a falta de liquidez do mercado brasileiro de valores mobiliários.

Os titulares de ações da companhia poderão não receber dividendos.

A diluição da participação acionária em razão de eventual oferta de ações.

Interrupções ou falhas de sistema poderão afetar as vendas.

Os estabelecimentos da empresa - centros de distribuição e escritórios - estão sujeitos à ocorrência de sinistros que, mesmo que indenizáveis, podem comprometer suas operações.

A ausência de licenciamento de patentes de tecnologia de terceiros pode prejudicar o negócio.

Falha no sistema de segurança e no processamento de informações.

---

**Fatores de Risco:**

Qualquer circunstância macroeconômica de instabilidade pode afetar adversamente a capacidade de geração de receitas do emissor, comprometendo também sua situação financeira e o resultado de suas operações.

Qualquer mudança nas políticas praticadas por operadoras de cartões de crédito que impossibilitem ou dificultem a disponibilização desse meio de pagamento aos clientes do setor de varejo, inclusive aos da companhia, poderá afetar adversamente suas receitas e condições financeiras.

Políticas econômicas para controle de inflação como alteração da taxa de juros, flutuação da moeda, controle de câmbio ou tarifas e limites à importação, assim como fatores externos como movimentos dos mercados de capitais internacionais ou políticas monetárias de países desenvolvidos causam efeitos significativos na economia brasileira e no mercado interno de capitais e poderão afetar adversamente os negócios, as condições financeiras, a capacidade de geração de caixa e os resultados operacionais da companhia.

Os ajustes do valor do Real em relação ao Dólar podem desencadear o aumento da inflação e com isso afetar os custos de aquisição de produtos e despesas operacionais da empresa.

Não é possível garantir que o Real não sofrerá depreciação ou não será desvalorizado em relação ao Dólar ou a outras moedas fortes novamente.

Mesmo com a obtenção do grau de investimento pelo Brasil, em abril de 2008, a empresa não pode assegurar que o mercado de capitais internacional permanecerá aberto às empresas brasileiras ou que os custos de financiamento nesse mercado lhe serão vantajosos.

---

**Políticas de Gerenciamento:**

O modelo de gestão de riscos é fundamentado em dois grupos de indicadores: (i) Indicadores Externos e (ii) Indicadores Internos.

O emissor utiliza derivativos tais como swaps tradicionais e contratos futuros de dólar.

A administração dos riscos é realizada com estratégias conservadoras que visam liquidez, rentabilidade e segurança patrimonial do emissor. A política de controle consiste no acompanhamento ativo do descasamento de taxas, moedas e prazos entre ativos e passivos.

A empresa utiliza derivativos tais como swaps tradicionais e contratos futuros de dólar com o propósito de anular perdas cambiais decorrentes de desvalorizações acentuadas do Real (R\$) perante estas captações de recursos em moedas estrangeiras.

O emissor por meio de sua Diretoria e Conselho de Administração monitora o cumprimento de toda a estrutura multidisciplinar da Organização.

---

## 8. HYPERMARCAS S.A.

<b>C.N.P.J.:</b>	02.932.074/0001-91	<b>Códigos de Negociação:</b>	HYPE3
<b>Site:</b>	www.hypermarcas.com.br	<b>Segmento:</b>	NM
<b>Subsetor Nível 1:</b>	Comércio	<b>Subsetor Nível 2:</b>	Produtos Diversos
<b>Receita Líquida (R\$ mil):</b>	3.324.630	<b>Participação Relativa %:</b>	3,34
<b>Atividade Principal:</b>	Produção e Venda de Bens de Consumo e Medicamentos.		

A Empresa pode não conseguir proteger e fortalecer suas marcas, qualidade e inovação de seus produtos.

A Companhia pode não atingir taxas sustentáveis de crescimento e rentabilidade em seus mercados atuais e identificar com êxito oportunidades em novos mercados.

Dificuldade na expansão da rede de vendedores e promotores de vendas no Brasil.

Problemas no desenvolvimento de novos conceitos de produtos, identificação de novos ingredientes e tecnologias e a fabricação de produtos que respondam às demandas atuais do mercado.

A empresa pode enfrentar problema para investir na eficiência operacional a partir da plataforma de infra-estrutura já instalada

Impossibilidade de continuar a expansão da base de clientes com foco nos consumidores das classes B, C e D da população brasileira.

Insucesso nas aquisições de novos negócios, tais como empresas, marcas e ativos, fato que poderá causar um efeito adverso nas atividades, situação financeira e resultados operacionais da empresa.

As aquisições realizadas podem não contribuir com a estratégia comercial ou com a imagem da companhia.

### Fatores de Risco:

As aquisições podem sofrer restrições ou podem não ser aprovadas pelo Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência.

Possibilidade de passivo contingente relativo à, entre outras, questões cíveis, tributárias, trabalhistas, previdenciárias e questões de propriedade intelectual, bem como outras questões regulatórias.

O processo de aquisições pode ser demorado e, até certo ponto, a atenção da administração pode ser desviada das operações usuais.

Dificuldade em integrar operações, contabilidade, pessoal e sistemas de informação gerenciais.

Possibilidade de gerenciar custos adicionais não programados relacionados à operação de integração.

Investimentos em aquisições podem não gerar os retornos esperados.

A estrutura de custos das sociedades e/ou marcas adquiridas poderá ser diferente da companhia, e ela poderá não ser capaz de adequar tais estruturas.

As demonstrações financeiras históricas da companhia não refletem os efeitos contábeis de suas aquisições.

As vendas da empresa estão sujeitas a mudanças nas preferências dos consumidores e o sucesso depende da habilidade de prever, identificar e interpretar tais mudanças, assim como da capacidade da companhia de desenvolver e oferecer novos produtos ou adaptar os existentes de forma a atender tais mudanças de necessidades.

---

A empresa atua em segmentos de alta concorrência, tendo como competidores desde pequenas empresas a grandes multinacionais, o que poderá causar um efeito material adverso em suas atividades, situação financeira e resultados operacionais.

Se a empresa não puder utilizar de forma eficaz ou proteger qualquer uma de suas marcas, suas atividades, situação financeira e resultados operacionais poderão ser afetados material e adversamente.

Eventuais alterações da alta administração e/ou do Acionista Controlador poderá afetar a capacidade de crescimento da empresa.

Incêndios ou outros desastres podem afetar a produção, instalações e estrutura de custos, o que poderia causar um efeito material adverso nas atividades, situação financeira e resultados operacionais da companhia.

Os contratos financeiros e outros instrumentos representativos de dívidas possuem obrigações específicas, sendo que qualquer inadimplemento em decorrência da inobservância dessas obrigações poderá causar um efeito material adverso à empresa.

Riscos relacionados à terceirização de parte substancial da mão-de-obra podem afetar adversamente a empresa.

Os interesses do Acionista Controlador podem ser conflitantes com os interesses dos investidores da empresa.

**Fatores de Risco:**

A volatilidade e a falta de liquidez do mercado brasileiro de valores mobiliários poderão limitar substancialmente a capacidade dos investidores de vender as Ações pelo preço e ocasião que desejam.

Os titulares das Ações da companhia poderão não receber dividendos.

A captação de recursos adicionais por meio de uma oferta de ações poderá diluir a participação acionária dos investidores da Companhia.

Os interesses dos administradores e, em alguns casos, dos empregados podem ficar excessivamente vinculados à cotação das ações da empresa, uma vez que lhe são outorgadas opções de compra ou de subscrição de ações da companhia.

A exposição à volatilidade dos custos e demais eventos relacionados aos insumos da empresa poderá causar um efeito material adverso nas atividades, situação financeira e resultados operacionais da companhia.

Atual dependência de distribuidores intermediários para a colocação de produtos no canal alimentar e no canal farma, o que apresenta riscos comerciais e operacionais, podendo afetar adversamente as operações e resultados financeiros da companhia.

Impossibilidade de assegurar que os distribuidores intermediários atuem em conformidade com a legislação aplicável, como por exemplo, a distribuição de determinados produtos apenas nos pontos de vendas autorizados.

Possibilidade de responsabilidade por incidentes com consumidores relacionados a reações adversas após o uso dos produtos que fabricamos.

---

---

Recessões econômicas podem reduzir, interromper ou levar a substituição de produtos da empresa por produtos de menor preço por parte de atuais consumidores.

A crescente consolidação do setor de varejo no Brasil poderá exercer pressões nas margens e resultado operacional da empresa.

Sujeição a extensa regulamentação da indústria farmacêutica e da indústria alimentícia brasileira, e alterações nas exigências regulatórias para obter e renovar licenças, alvarás ou registro de produtos poderão causar um efeito material adverso nas atividades, situação financeira e resultados operacionais.

Mudanças nas leis e regulamentações aplicáveis ao setor farmacêutico, especialmente no tocante a promoção e propaganda desses produtos, poderão afetar adversamente a Companhia.

Parcela significativa dos medicamentos existentes no mercado, incluindo os da empresa, é sujeita à regulamentação de controle de preços. Tal controle pode limitar as margens e a capacidade da empresa de repassar o aumento aos clientes, o que poderá causar um efeito material adverso atividades, situação financeira e resultados operacionais.

#### **Fatores de Risco:**

Riscos relativos à saúde podem prejudicar a capacidade da empresa de vender seus produtos e a ampliação da regulamentação governamental sobre a segurança de produtos alimentares, saneantes domissanitários ou Medicamentos pode aumentar os custos e despesas da empresa, causando um efeito material adverso nas atividades, situação financeira e resultados operacionais da companhia.

A empresa possui incentivos fiscais estaduais e federais e a suspensão, o cancelamento ou a não renovação de tais incentivos, bem como alterações na legislação tributária, podem causar um efeito material adverso nas atividades, situação financeira e resultados operacionais da companhia.

Alterações nas leis e regulamentos ambientais podem causar um efeito material adverso nas atividades, situação financeira e resultados operacionais da empresa.

O risco associado ao câmbio decorre da possibilidade de a Companhia vir a incorrer em perdas devido a flutuações nas taxas de câmbio, que aumentem valores captados no mercado.

O risco de taxa de juros da Companhia decorre de aplicações financeiras, títulos e empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo.

---

Dentre as operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos, destaca-se contratos de termos de moeda, swaps dólar x CDI e swaps PRÉ x CDI.

Atualmente os únicos instrumentos financeiros utilizados pela Companhia são *non-deliverable forwards* (contratos a termo de moeda sem entrega física) e *swaps*.

#### **Políticas de Gerenciamento:**

A administração dos riscos é realizada por meio de definição de estratégias conservadoras, visando segurança patrimonial. A política de controle consiste no acompanhamento ativo do descasamento de taxas, moedas e prazos entre ativos e passivos.

O parâmetro utilizado para a administração dos riscos são os vencimentos das obrigações da Companhia que exigem desembolso de caixa.

---

---

A Companhia utiliza a metodologia de Teste de Stress para o gerenciamento dos riscos de mercado das suas posições. Essa metodologia consiste na construção de cenários extremos das variáveis de risco de mercado as quais a Companhia possa estar exposta para determinar o potencial impacto aos seus resultados em tais condições de mercado.

**Políticas de Gerenciamento:**

A Companhia possui e segue política informal de gerenciamento de risco, que orienta em relação a transações e requer a diversificação de transações e contrapartidas.

Por meio da estrutura organizacional multidisciplinar, da qual a Diretoria também utiliza como estratégia de proteção patrimonial, a Diretoria monitora e avalia a adequação das operações da Companhia com as políticas adotadas.

---



## 9. LOJAS RENNER S.A.

<b>C.N.P.J.:</b>	92.754.738/0001-62	<b>Códigos de Negociação:</b>	LREN3
<b>Site:</b>	www.lojasrenner.com.br	<b>Segmento:</b>	NM
<b>Subsetor Nível 1:</b>	Comércio	<b>Subsetor Nível 2:</b>	Tecidos, Vestuários e Calçados
<b>Receita Líquida (R\$ mil):</b>	3.238.543	<b>Participação Relativa %:</b>	3,26
<b>Atividade Principal:</b>	Loja de Departamentos (comércio varejista)		

A companhia pode enfrentar dificuldades em inaugurar e/ou operar novas lojas, o que poderá afetar de maneira adversa as suas vendas e resultado operacional.

A estratégia de crescimento da empresa envolve a abertura e a operação de um número considerável de novas lojas a cada ano, o que pode sobrecarregar os recursos e ocasionar uma queda no desempenho das lojas existentes.

A empresa pode não ser capaz de manter o mesmo ritmo de crescimento de vendas.

Necessidade de identificar e responder de forma rápida e bem sucedida às mudanças nas tendências da moda e nas preferências do consumidor.

Forte dependência de sistemas de gerenciamento de informação para operar os negócios.

A incapacidade ou falha em proteger a propriedade intelectual da empresa ou a violação à propriedade intelectual de terceiros pode ter impactos negativos no resultado operacional da companhia.

A empresa pode não pagar dividendos aos acionistas detentores de suas ações.

A empresa poderá precisar obter recursos mediante emissões adicionais de ações no futuro, que pode diluir a participação de seus acionistas.

A companhia enfrenta riscos relacionados aos seus centros de distribuição.

### Fatores de Risco:

A empresa depende da capacidade de manter as suas lojas localizadas em shopping centers e do movimento de clientes gerado pelos shopping centers nos quais as lojas estão localizadas.

Qualquer diminuição não prevista ou previsão equivocada da demanda pelos produtos da empresa durante épocas de pico de compras, poderia compelir-lhe a vender o estoque excedente a um preço substancialmente menor, o que afetaria de maneira adversa o resultado operacional e situação financeira.

Se as atividades de propaganda e marketing não forem bem concebidas, planejadas e executadas, a empresa poderá não criar um aumento das vendas totais ou das vendas de lojas comparáveis ou não gerar os níveis desejáveis de conhecimento de suas marcas e mercadorias.

Períodos de clima alterado podem compelir a empresa a vender o excesso de seus estoques por preços descontados, reduzindo assim suas margens, o que pode ter um efeito negativo material.

Violações de segurança por parte de terceiros dos sistemas de computadores da empresa e a divulgação ou o uso não autorizados das informações confidenciais dos seus clientes poderão expor-lhe a processos judiciais por utilização indevida dessas informações e perda de reputação com alto risco de perda, o que pode lhe afetar negativamente de forma significativa.

Dependência do sistema de transporte e da infraestrutura para entregar os produtos nas lojas.

---

Os resultados da companhia podem ser adversamente afetados se a demanda por crédito ao consumidor diminuir, ou se a política do governo brasileiro restringir a extensão de crédito ao consumidor.

Perdas não cobertas pelos seguros contratados podem resultar em prejuízos, o que poderá gerar efeitos adversos sobre os negócios do emissor.

O Estatuto Social da companhia contém disposições que podem dissuadir a aquisição da Companhia e dificultar ou atrasar operações que poderiam ser do interesse dos investidores.

A empresa não tem um acionista controlador ou grupo de controle, o que poderá lhe deixar suscetível a alianças entre acionistas, conflitos entre acionistas e outros eventos decorrentes da ausência de um acionista controlador ou grupo de controle.

Parte da receita da empresa é decorrente do resultado operacional de suas sociedades controladas e as atividades de algumas controladas são intimamente relacionadas com as atividades da companhia. A descontinuidade de algumas dessas controladas poderá afetar negativamente as operações e os resultados da empresa.

A companhia pode não ser capaz de entregar o resultado previsto para a Camicado Houseware.

Não é possível prever se a companhia será capaz de repassar qualquer aumento dos custos da mercadoria para seus consumidores no futuro.

Não é possível garantir que os fornecedores da companhia não venham a se utilizar de práticas irregulares.

#### **Fatores de Risco:**

Quaisquer eventos que possam afetar materialmente e de forma negativa a capacidade dos clientes da empresa em honrar suas obrigações em relação ao crédito a eles concedido poderão resultar em perdas para a Lojas Renner.

O setor de varejo é muito sensível a diminuições no poder de compra do consumidor e a ciclos econômicos desfavoráveis.

O setor de varejo no Brasil é altamente competitivo

Qualquer mudança nas políticas praticadas por operadoras de cartões de crédito que impossibilitem ou dificultem a disponibilização desse meio de pagamento aos clientes do setor de varejo, inclusive aos da Emissora, poderá afetar adversamente as receitas e condições financeiras da Companhia.

A instabilidade da taxa de câmbio pode afetar negativamente a situação financeira, resultado operacional e o valor de mercado das ações da empresa.

O governo brasileiro exerce grande influência sobre a economia brasileira. Essa influência, bem como as condições político-econômicas do Brasil, podem afetar negativamente os negócios e o valor de mercado das ações da empresa.

A inflação e os esforços do governo para combater a inflação podem contribuir para a incerteza econômica no Brasil, o que poderia prejudicar os negócios da companhia e os seus resultados operacionais, bem como o valor de mercado de suas ações.

A instabilidade da taxa de câmbio pode afetar negativamente a situação financeira da empresa, resultado operacional e o valor de mercado de suas ações.

Eventos políticos, econômicos e sociais e a percepção do risco em outros países podem afetar negativamente o valor de mercado e/ou liquidez das ações brasileiras, inclusive as ações da companhia.

---

---

Para monitorar o risco de taxa de juros, a Companhia toma por base as taxas praticadas no mercado para ativos e passivos de riscos e prazos similares às suas operações e mantém 100% de seus empréstimos alocados no mercado de renda fixa, com captações remuneradas tanto a taxa de juros fixa, bem como atreladas ao CDI e também com variação de índices de inflação.

Visando minimizar riscos, a Companhia tem como prática a manutenção de hedge natural composto por ativos financeiros indexados ao CDI e recebíveis corrigidos a taxas de juros fixa.

A política de gestão de risco cambial definida pela Administração da Companhia é a de proteger até 100% do custo FOB de suas importações, via operações de hedge, compostas de instrumentos tais como opções de compra de dólar norte americano.

A Companhia tem utilizado como instrumento de hedge para sua exposição à variações de preços de moeda estrangeira, contratos de opção de compra de dólar norte americano (Call), compra de dólar futuro do tipo *Non-Deliverable Forward (NDF)* e percentual do CDI praticado pelo mercado no instrumento de Swap.

Uma vez definido o planejamento de compras, é tomado por base o nível de preço de moeda que viabiliza a comercialização das mercadorias no mercado local, dentro dos padrões de margem de lucro esperados e dos prazos de entrega prováveis. A partir daí, se define o preço de exercício e vencimentos para compra de opções de dólar norte americano (*Call*). Em 31 de dezembro de 2011, a Companhia protegia 100% do custo FOB de suas importações.

#### **Políticas de Gerenciamento:**

A Companhia e suas controladas não utilizam instrumentos financeiros derivativos com objetivos diversos aos de proteção patrimonial (hedge).

A Companhia executa o gerenciamento de riscos através de uma estrutura multidisciplinar, possibilitando que a Diretoria avalie se o gerenciamento do negócio está em linha com as políticas e diretrizes definidas pela Administração.

A Companhia possui uma área de Auditoria Interna e uma área de Prevenção de Perdas, cujo nível de reporte se substancia nos princípios que preservam a independência dos auditores e profissionais de prevenção de perdas e atende aos preceitos de Governança Corporativa.

A áreas citadas desempenham suas atividades com base em planejamento anual, aprovado pela Administração e estão aderentes com as melhores práticas das organizações e grupos de estudos nacionais e internacionais sobre auditoria interna e prevenção de perdas, como o COSO - *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*, o IIA - Instituto Internacional de Auditores Internos, o *Loss Prevention* – publicações de profissionais de prevenção de perdas.

A Companhia conta com uma área de *Compliance*, criada em 2010 para assegurar o alinhamento com as diretrizes dos órgãos reguladores e atuar, principalmente, na prevenção de lavagem de dinheiro, com a área jurídica, que monitora os temas relacionados com normas e legislações vigentes e com a segurança da informação, que atua na prevenção de violação de dados.

Em abril de 2012, o Conselho de Administração da Companhia criou o Comitê de Auditoria e Gestão de Riscos.

---

## 10. GUARARAPES CONFECOES S.A.

<b>C.N.P.J.:</b>	08.402.943/0001-52	<b>Códigos de Negociação:</b>	GUAR3; GUAR4
<b>Site:</b>	www.guararapes.ind.br	<b>Segmento:</b>	N/A
<b>Subsetor Nível 1:</b>	Comércio	<b>Subsetor Nível 2:</b>	Tecidos, Vestuários e Calçados
<b>Receita Líquida (R\$ mil):</b>	3.046.024	<b>Participação Relativa %:</b>	3,06

<b>Atividade Principal:</b>	Confecções de Roupas e Tecidos em Geral.
	<p>A Companhia precisa identificar e responder de forma rápida e bem sucedida às mudanças nas tendências da moda e nas preferências do consumidor.</p> <p>A Companhia poderá precisar de recursos adicionais no futuro, os quais não estarão necessariamente disponíveis.</p> <p>A Companhia pode não ser capaz de manter o mesmo ritmo de crescimento.</p> <p>Os resultados operacionais futuros dependerão da capacidade da Companhia em abrir novas lojas e aumentar as vendas das lojas existentes.</p> <p>A empresa depende do fluxo de clientes gerado pelos shopping centers onde suas lojas estão localizadas.</p> <p>A companhia incorre em um risco significativo em função do financiamento aos clientes.</p> <p>O negócio da Companhia depende do movimento intenso de clientes nas suas lojas e de marketing eficaz para gerar tal movimento.</p> <p>A perda de incentivos fiscais, ou a falha da Companhia em obter a renovação desses poderá afetar negativamente os seus resultados.</p> <p>Historicamente, os resultados das operações da Companhia refletem o efeito da sazonalidade das vendas de seus produtos. O valor das ações pode ser afetado em decorrência destas variações.</p>
<b>Fatores de Risco:</b>	<p>Variações climáticas podem causar impactos negativos no resultado operacional da Companhia.</p> <p>Caso ocorra algum problema na cadeia logística da companhia, que envolve as atividades da indústria, atualmente instaladas em Natal e Fortaleza, no fornecimento que provém dos centros de distribuição, que hoje estão localizados em São Paulo (Guarulhos), Manaus e Natal ou mesmo no transporte realizado pela transportadora própria do grupo, somente poderia-se realizar o abastecimento parcial das mercadorias às lojas, o que compromete o resultado operacional.</p> <p>A empresa depende de sistemas de informação para operar suas atividades.</p> <p>A falha ou incapacidade em proteger a propriedade intelectual da companhia ou a violação por parte da empresa à propriedade intelectual de terceiros pode ter impactos negativos no negócio.</p> <p>A perda ou afastamento de membros da alta administração pode comprometer os negócios da companhia.</p> <p>Os interesses do acionista controlador da Companhia podem entrar em conflito com os interesses dos investidores.</p> <p>A perda ou afastamento de membros da alta administração pode comprometer os negócios da companhia.</p> <p>O valor de mercado das ações da Companhia pode ser afetado negativamente pela volatilidade do mercado.</p>

---

Os acionistas titulares poderão não receber os dividendos.

A Companhia poderá precisar de recursos adicionais no futuro, os quais não estarão necessariamente disponíveis.

Dependência nas atividades das empresas controladas

Os resultados operacionais futuros dependerão da capacidade da Companhia em abrir novas lojas e aumentar as vendas das lojas existentes.

Caso as atividades de propaganda e marketing da Companhia não sejam bem concebidas, planejadas e executadas, a sua situação financeira e resultado operacional poderão ser afetados negativamente.

A companhia incorre em um risco significativo em função do financiamento aos clientes.

Um aumento na inadimplência pode afetar adversamente os resultados da Companhia.

Podemos ter a descontinuidade da oferta de produtos financeiros.

Entrega de matérias-primas e mercadorias fora do prazo e das especificações exigidas

Não é possível garantir que os fornecedores da empresa não se utilizarão de práticas irregulares.

Não é possível prever se a empresa será capaz de repassar qualquer aumento dos custos de mercadorias aos seus clientes no futuro.

O setor de varejo e confecções no Brasil é caracterizado por uma concorrência intensa e crescente.

#### **Fatores de Risco:**

Novos participantes do setor de varejo e confecção brasileira, incluindo grandes varejistas com base internacional, o mercado informal e produtos importados.

O setor de varejo e confecção é sensível a diminuições no poder de compra do consumidor e a ciclos econômicos desfavoráveis.

O governo brasileiro exerce grande influência sobre a economia brasileira.

As compras das mercadorias dependem do poder aquisitivo de seus clientes e o desempenho financeiro da companhia é sensível às alterações nas condições econômicas gerais do Brasil que afetam o poder de compra do consumidor.

A inflação e os esforços do governo para combater a inflação podem contribuir para a incerteza econômica no Brasil, o que poderia prejudicar os negócios da Companhia, seus resultados operacionais e o valor de mercado das suas ações.

Ações futuras do governo brasileiro, dentre elas a redução da taxa de juros, intervenções no mercado de câmbio e ações para ajustar ou fixar o valor do Real, podem desencadear o aumento da inflação, o que pode afetar negativamente os níveis de consumo no varejo.

Uma redução nas vendas a prazo pode afetar adversamente os resultados da Companhia.

A instabilidade do câmbio pode afetar a condição financeira da companhia, resultado operacional e o valor de mercado de suas ações.

A percepção do risco por outros países, eventos políticos, econômicos e sociais podem afetar negativamente o valor de mercado das ações.

---

---

**Políticas de Gerenciamento:**

Atualmente a Companhia não possui Comitês para o gerenciamento de riscos financeiros de acordo com sua política interna de administração

A diretoria é responsável pelo monitoramento e aderências das operações financeiras a nível de exposição e aos riscos definidos pela administração, através de relatórios periódicos validados pelas auditorias interna e externa.

A empresa não utiliza instrumentos de proteção cambial (hedge), visto que os produtos importados representam uma parcela pequena das vendas e a margem de contribuição da empresa já suporta os custos incorridos na venda de mercadorias.

A partir do dia 25 de outubro de 2011, a Companhia contratou seguro para seus três centros de distribuição localizados nas cidades de Guarulhos/SP, Natal/RN e Manaus/AM com vigência de 12 meses (até o dia 25 de outubro de 2012). O valor da cobertura é de R\$ 280.000.000,00 (Duzentos e Oitenta Milhões de Reais) e compreende os sinistros relacionados a incêndio, inclusive decorrentes de tumultos, queda de raio e explosão de qualquer natureza.

---